

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA

RODRIGO CHIFARELLI TRONCOSO VILLARINO

INFLAÇÃO INERCIAL E PLANO REAL: TEORIA E IMPLANTAÇÃO

Rio de Janeiro

2010

RODRIGO CHIFARELLI TRONCOSO VILLARINO

INFLAÇÃO INERCIAL E PLANO REAL: TEORIA E IMPLANTAÇÃO

Trabalho de Conclusão de Curso, apresentado como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas na Universidade Federal do Rio de Janeiro.

Professor Orientador: André de Melo Modenesi

Rio de Janeiro

2010

RODRIGO CHIFARELLI TRONCOSO VILLARINO

INFLAÇÃO INERCIAL E PLANO REAL: TEORIA E IMPLANTAÇÃO

Trabalho de Conclusão de Curso, apresentado como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas na Universidade Federal do Rio de Janeiro.

Aprovado em ____ de setembro de 2010.

Banca Examinadora:

AGRADECIMENTOS

Agradeço, primeiramente, a Deus por ter me dado forças para ultrapassar todos os obstáculos.

Agradeço aos meus pais Carlos Troncoso Villarino e Katia Regina Chifarelli Rodrigues Pereira por terem me dado todo o apoio necessário para que eu pudesse concluir o curso de Economia.

Agradeço à minha irmã Milena Chifarelli Villarino por ter me apoiado na confecção deste trabalho.

Agradeço à minha esposa Clarissa Travassos Borba Trindade e minha filha Sofia Trindade Villarino por terem tido paciência durante todos os finais de semana perdidos para a elaboração deste trabalho.

Aos futuros economistas Marco Antônio Samuel e Vitor Mihessen por terem sido amigos importantes nesses quatro anos de caminhada acadêmica.

Agradeço também ao meu orientador, Professor André de Melo Modenesi por todo o suporte por ele dado no decorrer de toda a elaboração deste projeto.

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 – A Assincronia dos Reajustes e a Dispersão de Preços Relativos	25
GRÁFICO 2 - Evolução da Base Monetária*: jan/94 a dez/94	39
GRÁFICO 3 – Taxa de Inflação Mensal	47
GRÁFICO 4 – Taxa Selic Real Anualizada*: Jul/1994 a Dez/1998	52
GRÁFICO 5 – Índice do Consumo de Bens Duráveis (1994=100)	56
GRÁFICO 6 – Taxa de Variação da Produção Industrial*: 1995 a 1998	58

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – Crescimento Econômico e Inflação no Brasil: 1981 a 1993.....	14
TABELA 2 – Evolução das Contas Públicas (% do PIB): 1991 a 1998	34
TABELA 3- Metas e Valores Observados da Base Monetária: 1/jul/1994 a 31/mar/1995	39
TABELA 4 – Imposto de Importação	42
TABELA 5 – Variação Percentual dos Índices de Preço: 1993 a 1998.....	51
TABELA 6 – Variação do rendimento médio real (%), 1991 – 1999	54
TABELA 7 – Incidência de Pobreza : 1990 a 1997.....	55
TABELA 8 – Balanço de Pagamentos (US\$ milhões): 1993 a 1998.....	59
TABELA 9 - Ciclo econômico, saldo comercial, importações e exportações (US\$ bi) e (%), 1991 – 2000.....	60
TABELA 10 – Exportações e Importações (P&Q), 1994 – 2000	61
TABELA 11 – Taxa Média (%) de Desemprego Aberto: 1993 a 1998	62
TABELA 12 – Taxa de Variação (%) do PIB Real: 1993 a 1998	63
TABELA 13 – Relação Dívida Líquida do Setor Público (%PIB): 1994 a 1998	63

RESUMO

A presente monografia mostra o componente inercial da inflação brasileira e as propostas alternativas de solução do problema inflacionário do país de Francisco Lopes – Choque Heterodoxo e dos economistas Pêrsio Arida e André Lara Resende – conhecida como proposta Larida. Mais especificamente mostra-se que a proposta de uma moeda indexada foi a solução para o caso inflacionário brasileiro. A conclusão é que o Plano Real, adotado como estratégia de estabilização, foi eficaz no controle da inflação crônica.

Palavras-chave: Inflação inercial; Choque Heterodoxo; Proposta Larida; Plano Real

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	8
CAPÍTULO 1 - ANTECEDENTES DO REAL.....	10
1.1 INTRODUÇÃO.....	10
1.2 CONTEXTO HISTÓRICO	11
1.3 TEORIA DA INFLAÇÃO INERCIAL	14
1.3.1 Choque Heterodoxo	19
1.3.2 Proposta Larida.....	23
CAPÍTULO 2 - O PLANO REAL	30
2.1 INTRODUÇÃO.....	30
2.2 AJUSTE FISCAL	31
2.3 REFORMA MONETÁRIA	34
2.4 ÂNCORAS NOMINAIS	36
2.4.1 Âncora Monetária.....	37
2.4.2 Âncora Cambial.....	40
CAPÍTULO 3 – A AVALIAÇÃO DO PLANO REAL.....	46
3.1 INTRODUÇÃO	46
3.2 A AVALIAÇÃO DOS FORMULADORES DO PLANO REAL.....	47
3.3 UMA AVALIAÇÃO CRÍTICA DO PLANO REAL.....	50
3.3.1 Aspectos Positivos.....	50
3.3.2 Aspectos Negativos.....	57
CONCLUSÃO	65
BIBLIOGRAFIA	67

INTRODUÇÃO

O presente trabalho apresenta o componente inercial da inflação brasileira, bem como as propostas alternativas ao problema inflacionário de Francisco Lopes - Choque Heterodoxo - e dos autores Pêrsio Arida e André Lara Resende - conhecida como proposta Larida. Mais especificamente mostra-se que a proposta de uma moeda indexada foi a solução para a inflação do Brasil.

O conteúdo aqui abordado constitui uma fácil visão *ex post* sobre os aspectos técnicos e operacionais da implantação do Plano Real; não sendo objeto desta análise as questões políticas¹ que envolvem os bastidores do plano estabilizador e dos planos que o precederam.

A partir da década de 1980, a economia do país se deparou com o problema da inflação que se mostrava persistente e de difícil resolução inicialmente. O governo adotou o receituário ortodoxo de contenção de demanda agregada por diagnosticar que a inflação brasileira era resultado do déficit público e da expansão monetária. Lopes (1986) observou que apesar de todo o esforço governamental a inflação não cedia, e concluiu que estava diante de um quadro de inflação inercial, no qual a inflação presente é fruto da inflação passada.

A proposta de Lopes para por fim á inflação inercial foi denominada Choque Heterodoxo, e corroborando do mesmo pensamento Lara Resende e Arida elaboraram uma proposta de Reforma Monetária que ficou conhecida como proposta Larida.

O Plano Real foi um plano de estabilização baseado na implementação de um novo padrão monetário e numa âncora cambial. O Plano pode ser entendido como uma estratégia composta por três fases: (i) ajuste fiscal, que visava equilibrar as contas do governo; (ii) reforma monetária, que tinha como meta eliminar o componente inercial da inflação; (iii) âncora cambial, na qual o Banco Central era responsável por determinar a taxa de câmbio. O governo adotou o câmbio valorizado e intensificou a abertura comercial e financeira, dando competitividade aos produtos estrangeiros, fato de grande relevância para a estabilização de preços.

O presente trabalho está dividido em três capítulos, além dessa introdução e da conclusão. No primeiro capítulo, serão expostos um breve contexto da economia brasileira no final da década de 1970 e início da década de 1980, a teoria da inflação inercial, bem como as propostas do Choque Heterodoxo e Larida para eliminar o componente inercial da inflação.

¹ Para análise das questões políticas de bastidores do Cruzado e do Real ver, respectivamente, Sardenberg (1987) e do Prado (2005).

No capítulo dois serão explicadas as diferentes fases para implementação do Plano Real. No capítulo três, serão abordadas a visão dos formuladores do plano, assim como uma visão mais crítica, que destacará os aspectos positivos e negativos após a implementação do plano estabilizador do nível de preços. Finalmente, os principais resultados do trabalho são apresentados na conclusão.

CAPÍTULO 1 - ANTECEDENTES DO REAL

1.1 INTRODUÇÃO

O final da década de 1980 já anunciava que a economia brasileira não enfrentaria um mar de calma de bons ventos para anos que estavam por vir. O Brasil continuava com um crescimento bastante forte, lembrando a época do milagre econômico (1968 - 1973), mas já via como ameaça o crescente endividamento externo.

O cenário internacional, que antes era favorável ao modelo de crescimento via endividamento externo, já apresentava sinais de mudança em 1978, quando a taxa de juros dos Estados Unidos chegou a 9,12% a.a. contra aproximadamente 6% de anos anteriores. Já internamente, a inflação brasileira se acelerava, passando por todas as políticas de controle de demanda agregada.

Foram adotadas uma série de medidas restritivas que objetivavam ter maior controle sobre meios de pagamento, crédito bancário, assim como reduzir investimentos feitos pelo governo, através das Estatais, e os gastos com subsídios. Além disso, foi adotada uma nova política cambial com finalidade de promover desvalorizações reais no câmbio.

Com o II choque do petróleo e a elevação dos juros internacionais, o governo é adota um ajuste recessivo com vistas a controlar o desequilíbrio na Balança de Pagamentos. Reforçam-se as medidas de controle monetário já estabelecidas e determina-se uma maxidesvalorização cambial de 30%, além de correção das tarifas públicas e redução dos gastos públicos que visavam conter o déficit.

As mudanças no câmbio e nas tarifas públicas causaram a aceleração inflacionária, forçando o governo a mudar a periodicidade dos reajustes salariais, que passara de anual para semestral, em função das perdas reais dos salários. Além disso, adota-se a prefixação da correção monetária. A maior frequência das correções salariais e a indexação generalizada dos contratos geram como consequência a realimentação do processo inflacionário.

Lopes (1986) observou que a cenário econômico no início da década de 1980 era de uma recessão coexistindo com um surto inflacionário, configurando uma estagflação. O autor deixa claro que a recessão é fruto da política ortodoxa de contração de demanda por bens e serviços e que a inflação brasileira não é resultado de déficit público, como concluíram os ortodoxos. Isto é, para o autor o processo inflacionário tinha natureza inercial.

Assim como Lopes, Arida e Lara-Resende partilhavam da mesma idéia em relação ao processo inflacionário do Brasil, e dada a natureza inercial deste processo, afirmavam que

para que a política monetária voltasse a ser eficaz no combate à inflação era necessária e eliminação do componente inercial.

A proposta de Lopes para a inflação inercial foi o chamado Choque Heterodoxo e compartilhando do mesmo diagnóstico Lara-Resende elaboraram uma proposta de Reforma Monetária que ficou conhecida como Proposta Larida.

Este capítulo apresenta duas sessões, além dessa introdução. Na primeira sessão será apresentado um breve contexto histórico da economia brasileira no fim dos anos 1970 e início dos anos 1980. Na segunda sessão, apresenta-se a teoria da Inflação Inercial, a proposta do Choque Heterodoxo de Francisco Lopes e também a proposta de Larida de Pêrsio Arida e André Lara Resende para por fim ao processo inflacionário crônico brasileiro.

1.2 CONTEXTO HISTÓRICO

O ano de 1979 tem início com a posse do general João Figueiredo na presidência da república e com a entrada Mario Henrique Simonsen para a pasta do planejamento. A economia do Brasil continuava com um crescimento bastante vigoroso, mas esse fato era acompanhado pelo crescente endividamento externo.

O cenário internacional, anteriormente favorável ao crescimento pautado no endividamento externo, já apresentava sinais de mudanças, tanto que em 1978 a taxa de juros básica dos Estados Unidos já era 9,1% contra os 6,8% dos anos anteriores. No cenário interno, a inflação já se acelerava, apesar de adotadas políticas de controle de demanda agregada (Hermann, 2005).

Partindo desse ponto, Simonsen assume adotando um conjunto de medidas restritivas que tinham por finalidade obter maior controle sobre os meios de pagamento e crédito bancário, assim como reduzir os investimentos feitos pelo governo através das estatais e gastos com subsídios; soma-se a isso uma nova política cambial que tinha por objetivo promover desvalorizações reais da taxa de câmbio. Para compensar o problema que a desvalorização cambial poderia causar para os agentes com dívidas em dólar, foram editadas as Resoluções 432 e 230 do Banco Central, que permitiam, respectivamente, a empresas e bancos depositarem no Banco Central o valor da dívida em dólar antes do vencimento, passando o governo à assumir o risco cambial e os custos de futuras desvalorizações (Hermann, 2005).

Em meados do ano de 1979, o segundo choque do petróleo e como consequência a elevação dos juros por parte das economias desenvolvidas confirmam as mudanças do cenário internacional. Simonsen se vê obrigado a adotar um ajuste recessivo de modo a controlar o desequilíbrio do balanço de pagamentos, e como toda política econômica recessiva, recebeu diversas pressões que acarretaram em sua renúncia em agosto de 79 (Hermann, 2005).

Delfim Neto assume no lugar de Simonsen argumentando que o estrangulamento externo refletia um excesso de demanda e um desajuste de preços relativos causando a distorção da distribuição da demanda entre os diferentes setores da economia. O novo ministro dizia que a taxa de câmbio deveria ser corrigida de modo a redirecionar a demanda para os bens de produção domésticos e estimular as exportações. A idéia era fazer a desvalorização cambial para tornar as importações mais caras e conseqüentemente estimular o consumo dos bens produzidos no Brasil, colaborando também para deixar o país menos vulnerável aos preços dos produtos importados. O câmbio desvalorizado geraria um aumento das exportações brasileiras, pois estas se tornariam mais competitivas, e faria gerar superávit na balança comercial que ajudaria a financiar o déficit do balanço de pagamentos (Hermann, 2005).

Conforme Hermann (2005), Delfim reforça as medidas de controle monetário já estabelecidas gerando taxas negativas de crescimento dos meios de pagamento e do crédito nos anos 1979 - 1980 e determina uma maxidesvalorização cambial de 30%, em dezembro de 79. No âmbito fiscal, as tarifas públicas foram corrigidas, para obtenção de maior receita, e os gastos públicos foram reduzidos com o objetivo de conter o déficit público, que na visão do Delfim alimentava a inflação.

As mudanças implementadas no câmbio e nas tarifas públicas causaram a aceleração da inflação que pulou de uma média anual de 38% nos anos anteriores para 93% no biênio 1979-80. A questão é que essa rápida aceleração da inflação impunha perdas reais significativas aos salários, forçando o governo a mudar a periodicidade dos reajustes salariais nos setores público e privado, de anual para semestral. Além disso, adota-se, em janeiro de 1980, a prefixação da correção monetária em níveis abaixo da inflação corrente. A consequência da maior frequência de correções salariais e somando-se a isso a indexação generalizada dos contratos é a realimentação do processo inflacionário (Hermann, 2005).

O agravamento do cenário internacional e a não melhora das contas externas brasileiras obrigou o governo a adotar um ajuste mais recessivo do que vinha sendo

implantado ao longo do período, com o objetivo de conter demanda interna, e na visão ortodoxa, combater inflação e gerar exportação.

Segundo Hermann (2005), a política de juros reais altos implementada pelo governo atuava de duas maneiras sobre o balanço de pagamentos: reduzia o déficit em transações correntes com a redução da atividade interna e ao mesmo tempo fazia com que as empresas buscassem juros menores no exterior e por fim, atraia o investimento estrangeiro de modo a financiar o déficit do balanço de pagamentos.

Conforme Hermann (2005), a política fiscal implementada pelo governo também era de caráter restritivo, com elevação da carga tributária em 1983 e corte nos investimentos públicos visando não somente redução de demanda agregada, mas também do déficit público. As contas do governo eram um problema de relevante importância no cenário econômico brasileiro e o aumento da inflação fazia declinar a receita real do governo e elevava os encargos da dívida pública devido à correção monetária. As despesas financeiras do governo aumentaram devido à maxidesvalorização do câmbio e a política de juros altos, aumentando os encargos da dívida interna (devido aos juros e correções cambiais) e externa (grande parte dessa dívida estava sob a responsabilidade governamental devido as Resoluções 432 e 230 do Banco Central).

O governo brasileiro tentou utilizar-se do mecanismo de indexação da dívida pública como forma de facilitar o financiamento de seu déficit, porém com a instabilidade observada no período o sistema de indexação tornou-se um problema para o governo, já que a aceleração inflacionária, as correções cambiais, os juros altos e as Resoluções 432 e 230 faziam com que o déficit público aumentasse; apesar da política fiscal restritiva que o governo havia adotado (Hermann, 2005).

A economia brasileira, a partir de meados da década de 70, foi marcada por um processo inflacionário crônico, no qual as medidas *ortodoxas* de controle da demanda agregada, implementadas nos anos 80 não surtiram efeito. “A recessão de 1981 a 1983 foi importante para deixar claro que o diagnóstico ortodoxo que se utilizava até então para explicar a inflação brasileira – um resultado direto do déficit público e da expansão monetária – era equivocado.” (Modenesi, 2005, p.230).

Conforme pode ser visto na tabela 1, o PIB apresentou uma queda significativa da ordem de 4,25% no mesmo ano em que a taxa de inflação alcançou o patamar de 95,20%. No ano seguinte, o PIB se manteve praticamente estagnado enquanto a inflação batia quase a casa

dos 100%, por fim já no ano de 1983, o PIB volta a ter uma queda expressiva atingindo uma redução de 2,93% ao mesmo tempo em que a inflação ultrapassa a casa dos 200%.

Tabela 1 – Crescimento Econômico e Inflação no Brasil: 1981 a 1993

Ano	IGP-DI (%)	PIB Real (%)
1981	95,20	-4,25
1982	99,73	0,83
1983	211,02	-2,93
1984	223,81	5,40
1985	235,13	7,85
1986	65,04	7,49
1987	415,95	3,53
1988	1037,53	-0,06
1989	1782,85	3,16
1990	1476,71	-4,35
1991	480,23	1,03
1992	1157,84	-0,47
1993	2708,17	4,67

Fonte: Ipeadata on-line

1.3 TEORIA DA INFLAÇÃO INERCIAL

O cenário econômico observado por Lopes (1986) no início da década de 1980, no Brasil, é o de uma recessão profunda coexistindo com um surto inflacionário, configurando o que os economistas denominam de uma situação de estagflação.

O fato é que a estagflação é resultado das políticas econômicas adotadas pelo governo na tentativa de conter a crise do balanço de pagamentos, isto é, tais políticas produziram os choques inflacionários de oferta. O ponto central desses choques é a maxidesvalorização cambial de 1983, combinado com forte contenção monetária e fiscal, demonstrada no esforço do governo em manter a taxa de crescimento dos meios de pagamento abaixo da inflação, e na redução do déficit público (Lopes, 1986).

Lopes (1986) deixa claro que o problema da recessão enfrentada pelo Brasil não é uma questão de credibilidade da política econômica, visto que era bastante cristalina a proposta de condução da economia, já que era sabido por todos que esta estava submetida às regras designadas pelo Fundo Monetário Internacional. O ponto central é que a política econômica ortodoxa de contração de demanda por bens e serviços era fortemente ortodoxa. Em suas palavras:

Infelizmente toda confiança do mundo não seria suficiente para nos livrar do simples fato de que a política econômica ortodoxa que está sendo implementada em nossa economia é fortemente recessiva. (Lopes, 1986, p. 113)

Para se entender a inflação brasileira e a aceleração inflacionária vivida no Brasil no início da década de 80, o primeiro fato a ser levado em consideração é a sua condição crônica, na qual ela é ao mesmo tempo causa e consequência de um processo. Isto é, inflação gera mais inflação.

Quando se vive em regimes de alta inflação, os agentes econômicos buscam indexar da melhor maneira possível o preço do produto que vendem a uma média dos preços que comprou. Esta é uma maneira de proteger suas rendas reais. Tais mecanismos de indexação tentam impedir mudanças dos preços relativos, que beneficiam alguns indivíduos em detrimento de outros. No Brasil, a política salarial e a correção monetária são exemplos de mecanismos de indexação estabelecidos por lei (Lopes, 1986).

Como mostra Bresser-Pereira (2010), o fato da inflação do Brasil se manter em níveis elevados é consequência da indexação feita pelos agentes econômicos com vistas a manter sua participação na renda. Nas palavras do próprio autor:

A manutenção do patamar da inflação decorre do fato de que os agentes econômicos em seu esforço para manter sua participação na renda indexam informalmente seus preços aumentando-os defasadamente; fazem-no porque não têm alternativa senão repassar aumentos de custos para preços, repetir no presente a inflação passada, indexar informalmente seus preços; fazem-nos defasada ao invés de simultaneamente porque grandes aumentos de preços quase simultâneos só ocorrem quando o problema deixa de ser o da alta inflação e passa a ser o da hiperinflação. (Bresser-Pereira, 2010, p. 176)

De acordo com Lopes (1986) o problema de uma economia fortemente indexada é que os preços sobem em resposta ao aumento de custos, e os custos sobem em resposta ao aumento de preços. Ou seja, a inflação tende a se sustentar, fazendo com que qualquer taxa de inflação, por mais que seja alta, tenda a se transformar num equilíbrio inflacionário. A resposta para aceleração inflacionária é que o equilíbrio inflacionário sempre é perturbado quando ocorrem mudanças de preços relativos na economia.

Um aspecto relevante é que se os mecanismos de indexação fossem perfeitos não seriam possíveis mudanças nos preços relativos, e qualquer tentativa de modificação faria com que a inflação tendesse para o infinito, porém, na prática tais mecanismos não são perfeitos.

A origem do surto inflacionário se deve a duas mudanças significativas de preços relativos: a maxidesvalorização cambial de 30% em fevereiro de 1983 e a alta relativa dos preços agrícolas, fruto tanto de desastres climáticos como de uma política errada de produtos agrícolas. A absorção destas mudanças ocorreu através da aceleração inflacionária. De acordo com Lopes:

A aceleração inflacionária foi o processo através do qual o sistema econômico absorveu estas alterações de preços relativos, basicamente com uma redução do poder de compra médio dos salários da ordem de uns oito por cento. No caso brasileiro, é fundamental pensar em termos de um equilíbrio inflacionário que é perturbado ocasionalmente por choques inflacionários resultantes de mudanças de preços relativos. Qualquer outro diagnóstico do processo inflacionário levará inevitavelmente a terapêuticas incorretas, e possivelmente desastrosas, de combate à inflação. (Lopes, 1986, p. 111)

A teoria da inflação inercial introduziu um conceito novo para explicar a questão inflacionária na economia brasileira da década de 1980. Ela faz uma interpretação inteiramente nova em relação às causas e as possíveis soluções para o fenômeno inflacionário brasileiro, contrapondo tanto com monetaristas quanto com Keynesianos, a quem eram chamados de *ortodoxos* pelos inercialistas.

Os defensores da política ortodoxa de combate à inflação ainda não estavam convencidos de que o diagnóstico utilizado por eles para explicar a inflação brasileira como resultado do déficit público e da expansão monetária era equivocado e insistiam em afirmar que bastava o ajuste fiscal para que houvesse a queda da inflação, e que se a mesma ainda não havia caído era porque o ajuste não havia sido suficiente (Lopes, 1986).

Lopes (1986) concluiu que se a inflação fosse resultado do déficit público, ela deveria cair a partir de 1983, quando o déficit teve queda significativa. Outro aspecto é que a inflação brasileira não respondeu a contenção monetária implementada pelo governo, o qual, a partir de 1980, conseguiu seu objetivo de manter o crescimento dos meios de pagamento abaixo da inflação. Segundo o autor:

Se houvesse uma relação direta de déficits públicos e inflação, ela deveria ter declinado a partir de 1983 quando o déficit começou a cair drasticamente, e deveria desaparecer este ano, quando, ao que tudo indica, o déficit seria eliminado. A relação entre inflação e política monetária parece igualmente tênue. (Lopes, 1986, p. 118)

As medidas adotadas pela ortodoxia não davam conta de solucionar o problema da inflação no Brasil. Como ressaltado por Lopes (1986, p. 118) “apesar de toda a austeridade com que vem sendo conduzida a política econômica, a taxa de inflação insiste teimosamente em se manter num patamar de 9% a 10% ao mês.”

Segundo Lopes (1986), não havia teoria econômica que explicasse o motivo da taxa de inflação não ter cedido depois que o governo brasileiro adotou o receituário de contração de demanda agregada recomendado pelo FMI, concluindo que estava diante de um quadro de inflação inercial, no qual a principal causa da inflação presente seria a própria inflação passada.

Para entender processos inflacionários crônicos é necessário fazer a diferenciação entre choques inflacionários e tendência inflacionária. O primeiro resulta de ações de agentes econômicos visando alterar preços relativos de maneira a ampliar sua participação na renda nacional e pode ser caracterizado como choque de oferta ou choque de demanda. O segundo é a parte não explicada pelos choques inflacionários, isto é, se não ocorresse pressões por mudanças de preços relativos, a taxa de inflação seria igual a esta tendência inflacionária (Modenesi, 2005).

Lopes (1986) argumentava que o processo inflacionário possuía dois componentes: os choques inflacionários e a tendência inflacionária, que segundo ele, era a projeção da inflação passada para o período corrente.

Lopes (1986) coloca que existem duas hipóteses sobre a natureza da tendência inflacionária. Uma explica a tendência com base nas expectativas inflacionárias, já a outra, defendida pelo autor, explica a tendência em termos de inércia inflacionária, resultante de um padrão de comportamento dos agentes econômicos, em economias cronicamente inflacionadas.

A essência da hipótese de expectativas racionais da inflação é o fato dos agentes econômicos utilizarem todas as informações disponíveis sobre o comportamento atual e previsões para o futuro da economia, e com base na experiência e nessas informações anteciparem racionalmente as atitudes e políticas futuras do governo (Lopes, 1986).

A explicação da tendência inflacionária com base na teoria expectacional tem como ponto chave à antecipação dos agentes sobre as políticas econômicas futuras. Já a teoria defendida pelo autor enfatiza o caráter inercial da tendência inflacionária, ou seja, se não ocorrerem choques inflacionários, a inflação vigente será determinada pela inflação passada. Nas palavras de Lopes:

A teoria expectacional da tendência inflacionária (...) enfatiza o papel das antecipações sobre a evolução das políticas macroeconômicas. Nossa teoria alternativa enfatiza a natureza inercial da tendência inflacionária: na ausência de choques inflacionários a inflação corrente é determinada pela inflação passada, independentemente do estado das expectativas. (Lopes, 1986, p. 124)

O centro da teoria inercial é que em um ambiente cronicamente inflacionado, os agentes tentarão recompor o pico anterior de renda real no momento do reajuste periódico de preços. Se todos os agentes adotassem a recomposição dos picos de renda real, a taxa de inflação existente tende a se perpetuar. Lopes apresenta um conceito de inflação inercial:

A idéia de inflação inercial é muito simples. Quando uma determinada sociedade convive por longo tempo com a inflação, os agentes econômicos desenvolvem uma tecnologia de indexação, ou seja, uma tecnologia para conviver com a inflação defendendo-se de seus efeitos mais nocivos. Isto é perfeitamente racional do ponto de vista individual, mais a soma destas racionalidades privadas produz um resultado irracional do ponto de vista coletivo: uma inflação que se auto – sustenta e que resiste com sucesso às tentativas de combatê-la através dos instrumentos convencionais de política monetária e fiscal. O componente inercial da inflação torna-se dominante, e o sistema econômico fica preso na armadilha de uma inflação, cuja a principal causa é a própria inflação. (Lopes, 1986, p.8)

Tanto Lopes como Arida e Lara-Resende partilhavam da mesma idéia em relação ao processo inflacionário que ocorria no Brasil, e dado à natureza inercial desse processo, argumentavam que a inflação não poderia ser eliminada por política de contenção de gastos públicos, como era a proposta da ortodoxia. Os autores afirmavam que para que a política monetária voltasse a ser eficaz no combate à inflação, a redução ou a eliminação do componente inercial da inflação era condição necessária.

A proposta de Lopes para a eliminação da inflação inercial foi o chamado choque heterodoxo, e corroborando do mesmo diagnóstico Lara-Resende e Arida elaboraram uma proposta de reforma monetária. Segundo Lara-Resende e Arida, o objetivo da reforma monetária era acabar com um processo inflacionário que se auto-alimentava e assim restabelecer a capacidade das políticas de demanda de controlar a inflação. Nas palavras dos autores:

A reforma monetária não visa substituir as medidas de políticas que atacam os fundamentos dos processos inflacionários. Não tem sentido implementar uma reforma se a inflação advém primordialmente de déficits fiscais ou de choques de oferta. A reforma monetária lida com o componente inercial da inflação – nem mais nem menos. (Arida e Lara-Resende, 1986, p.23)

A seguir ambas as propostas serão apresentadas.

1.3.1 Choque Heterodoxo

Segundo Lopes (1986), a inflação inercial surge em uma economia cronicamente inflacionada em que os agentes tentarão recompor o pico anterior da renda real. Assim, na ausência de choques inflacionários, os mecanismos de indexação tenderão a perpetuar o processo inflacionário fazendo com que a inflação corrente seja igual à inflação passada.

O efeito dos choques inflacionários nessa economia é a mudança de patamar, estabilizando a economia novamente, porém aumentando o nível de inflação.

Segundo Modiano (1985) a inflação inercial seria resultado do efeito acumulado de choques inflacionários passados. Modiano sugere, ainda, que o rompimento do componente inercial requer o fim dos mecanismos de indexação que realimentam o processo inflacionário. Nas palavras do autor:

“(...) a inflação inercial resultaria, do efeito acumulado de choques passados predominantemente desfavoráveis. Verifica-se, então que o rompimento desta inércia requer a supressão total dos mecanismos de indexação, que realimentam o processo inflacionário” (Modiano, 1985, p. 2)

O diagnóstico sobre a natureza predominantemente inercial do processo inflacionário brasileiro foi colocado de forma correta por Lopes (1986), porém, se a inflação inercial tende a se auto-sustentar e não responde ao choque ortodoxo implementado nos anos anteriores; era necessário achar a terapêutica correta a ser implementada. Nas palavras de Lopes:

Se é inevitável combater a inflação, o importante é que o foco das políticas seja deslocado da geração de choques de demanda deflacionários para o desenho de mecanismos que nos permitam quebrar a tendência inercial da inflação. (Lopes, 1986, p.134)

A partir do ano de 1984 já era praticamente consenso entre os economistas brasileiros que a inércia inflacionária era resultado da existência dos mecanismos de indexação. Lopes (1986) propõe que a inércia inflacionária surge em economias cronicamente inflacionadas independentemente da presença ou não de mecanismos formais de indexação.

O autor argumenta que tais mecanismos formais de indexação atuam como elementos estabilizadores da inflação inercial, reduzindo o impacto de choques reais sobre a inflação. A idéia básica é que para se acabar com a inflação não basta somente pôr fim aos mecanismos formais de indexação, pois a causa básica do problema que é a indexação informal, praticada de forma espontânea, não seria resolvida. Nas palavras de Lopes:

“Desta forma, a indexação formal pode atuar como um elemento estabilizador da inflação inercial, reduzindo a intensidade com que o sistema multiplica o impacto de choques reais sobre a inflação. Pode-se concluir, portanto, que a simples eliminação do aparato legal de indexação está longe de se constituir numa boa tática de combate à inflação, como às vezes tem sido sugerido entre nós.” (Lopes, 1986, p. 127)

Lopes (1986) propôs uma forma de desindexação chamada choque heterodoxo baseado no congelamento total e generalizado de preços e rendimentos acompanhado por políticas monetárias e fiscais passivas. Segundo o autor:

Se a inflação inercial tende a se auto-sustentar e não responde aos controles monetários e fiscais, o que se pode fazer para curá-la? Em nossa opinião, a única saída efetiva é o choque heterodoxo. Ao contrário do choque ortodoxo, que se baseia no corte ríspido e total da expansão monetária e do déficit público acompanhado por uma liberalização do sistema de preços, o choque heterodoxo consiste no congelamento ríspido e total dos preços acompanhado por uma liberalização das políticas monetárias e fiscais. (Lopes, 1986, p. 119)

De forma geral, o programa estava baseado em um horizonte de tempo de dois anos e dividido em duas fases. A primeira fase com duração prevista para seis meses seria marcada pelo congelamento total de todos os preços públicos, preços administrados pelo governo e preços industriais controlados pelo CIP. Na segunda esses preços seriam administrados dentro de um reajuste máximo de 1.5% ao mês.

O congelamento deveria ser temporário e seria seguido por um período de descompressão do controle de preços, visando o reajuste da estrutura de preços relativos.

Segundo Lopes (1986), a estabilização rígida do nível de preços era essencial, pois o impacto do congelamento sobre o processo inflacionário era fundamental do ponto de vista da credibilidade do programa e serviria para viabilizar as mudanças que seriam necessárias na política salarial.

Lopes (1986) coloca que questão dos reajustes salariais também deveria ser revista e alterada, já que os reajustes semestrais com base na inflação anterior eram formadores da inércia inflacionária. Durante os seis primeiros meses todos os salários seriam reajustados à taxa de 0.5% ao mês como recomposição do salário real, ressaltando que no início do programa de estabilização seriam concedidos abonos para algumas categorias de trabalhadores para que se evitasse que seus salários reais fossem congelados em níveis de poder de compra muito baixos. A partir da segunda fase seria instituída a livre negociação dos

salários, mas com uma periodicidade fixa determinada pelo governo. Segundo Lopes (1986), essa fixação da periodicidade para reajuste era de extrema importância para a estabilização do nível de preços da economia.

A política cambial seria administrada de modo a estabilizar preços, isto significa estabilizar os preços domésticos (em cruzeiros) dos insumos importados. A política monetária e o déficit público tinham como objetivo central a retomada do crescimento econômico, sendo que a primeira deveria ser consistente com o crescimento da liquidez real da economia e redução da taxa de juros real. Já o controle do déficit público deveria estar alinhado com as necessidades de retomada do investimento público e também com possíveis políticas de subsídios para compensar distorções mais sérias que poderiam ter sido criadas a partir do congelamento de preços (Lopes, 1986).

Lopes (1986) argumentava que seria politicamente mais indicado que o dia X do congelamento fosse anunciado antecipadamente, mas sabia que esse anúncio poderia causar ataques especulativos que poderiam por em risco a credibilidade e a viabilidade de todo o programa de estabilização. Na área financeira, o dia X do congelamento transformaria as taxa de juros nominais prefixadas em contrato antes do congelamento em taxas de juros reais absurdamente altas, transferindo renda real de devedores para credores.

O problema do congelamento é que apesar de poder conseguir êxito com relação à taxa de inflação, o custo das distorções no sistema produtivo tende a se tornar cada vez mais sério à medida que for maior o período do congelamento. Se o congelamento total ocorresse no dia X e a taxa de inflação fosse à zero, as rendas reais médias dos agentes ficariam congeladas aos níveis de renda real que existiam naquele dia, fazendo com que a estrutura de preços no pós-congelamento fosse incompatível com o funcionamento normal dos mercados.

As distorções resultam da dessincronização dos reajustes de preços em uma economia inflacionada, e poderiam ser reduzidas se antes do congelamento a economia passasse pela ressincronização dos reajustes de preços, fato que era tido como essencial por Lopes para que o programa de estabilização pudesse funcionar corretamente. O autor argumentava que antes do dia X escolhido, a economia deveria passar por uma fase de ressincronização dos reajustes, no mínimo, para alguns preços tidos como importantes e para os salários, tendo em vista que o autor sabia da impossibilidade de uma ressincronização perfeita (Modenesi, 2005).

Com relação a uma política monetária passiva, é necessário entender que em economias que passam pelo processo de estabilização, a remonetização é uma consequência

normal da recuperação das três funções da moeda. Em economias normais, a moeda desempenha três funções: (a) Unidade de conta; (b) Meio de troca; (c) Reserva de valor e o surgimento da inflação tende a reduzir a capacidade da moeda desempenhar essas funções (Modenesi, 2005).

Segundo Modenesi (2005), à medida que o processo inflacionário avança, a primeira função da moeda a ser negativamente afetada é a de reserva de valor. A inflação determina uma redução real do valor dos encaixes monetários, isto é, o aumento do nível de preços faz com que o poder de compra seja reduzido. O passo seguinte é a moeda perder a sua função de unidade de conta, ou seja, os preços dos bens e serviços passam a ser expressos em uma moeda mais estável e assim deixam de ser expressos na moeda inflacionada. Por fim, a moeda perde a função de meio de troca, isto é, deixa de ser utilizada nas transações econômicas.

O cerne da questão é entender que como consequência da perda das três funções da moeda tem-se uma queda na demanda por moeda, que tende a ser substituída por uma moeda mais estável. A importância da passividade da política monetária está no fato de que uma interrupção do processo inflacionário gera um aumento na demanda por moeda e como consequência uma queda na velocidade-renda de circulação da moeda.

Conforme Modenesi (2005), utilizando a equação quantitativa da moeda $MV = PY$ e supondo o nível de preço (P) constante e o produto (Y) fixo no curto prazo, uma queda na velocidade de circulação da moeda (V) deve ser acompanhada de um aumento no estoque de moeda. A passividade da política monetária é necessária para que não se verifique uma queda da renda nominal, pois caso o estoque de moeda permanecesse constante, uma queda da velocidade de circulação (V) seria acompanhada de uma redução do nível de renda nominal para que se mantenha a igualdade explicitada na equação quantitativa.

1.3.2 Proposta Larida

O economista André Lara Resende partilhava do mesmo diagnóstico de Francisco Lopes no que se refere ao caráter predominantemente inercial da inflação brasileira, e como Lopes estava dentro do grupo de analistas que apontavam a indexação causa da resistência à queda da inflação.

Lara Resende (1985) tinha convicção que uma proposta baseada somente na eliminação dos mecanismos legais de indexação, tais como correção monetária, lei salarial e

lei do inquilinato, não seriam eficazes no combate ao problema inflacionário por que os agentes econômicos buscariam outras formas para indexar. O autor argumentava que ao se basear nessa proposta de desindexação os riscos de uma desorganização econômica e de movimentos especulativos na transição poderiam causar a aceleração da inflação. Sendo assim, a proposta que buscar atrelar os reajustes dos mecanismos de indexação legal à inflação futura também tem como rumo o fracasso. Nas palavras de Lara-Resende: “A alta taxa de inflação exige a indexação e a indexação impede a redução da inflação. A supressão dos mecanismos legais obrigaria os agentes econômicos a encontrar formas alternativas de indexação.” (Lara-Resende, 1985, p. 1)

O fenômeno da indexação é uma regra de comportamento adotada pelos agentes econômicos na presença de altas taxas de inflação. Como disse o autor: “os agentes econômicos buscam apenas recompor o pico prévio de renda real.” (Lara-Resende, 1985, p. 2). O fato é que os agentes observam a inflação acumulada a partir do último reajuste e reajustam seus preços. À medida que a inflação se acelera, observa-se a redução do período entre os reajustes dos preços, sendo a exceção os preços em que a periodicidade entre os reajustes é fixada por lei.

O argumento do autor é que não se pode romper com o comportamento dos agentes que buscam reajustar seus preços através da inflação acumulada no período entre reajustes com a simples eliminação do mecanismo indexatório legal, e nem mesmo com a vinculação dos parâmetros legais de indexação a qualquer outro índice que não seja a inflação passada. Isso decorre do fato de que os agentes manterão o comportamento de indexar os preços pela inflação passada, a não ser que sejam impedidos por vias legais.

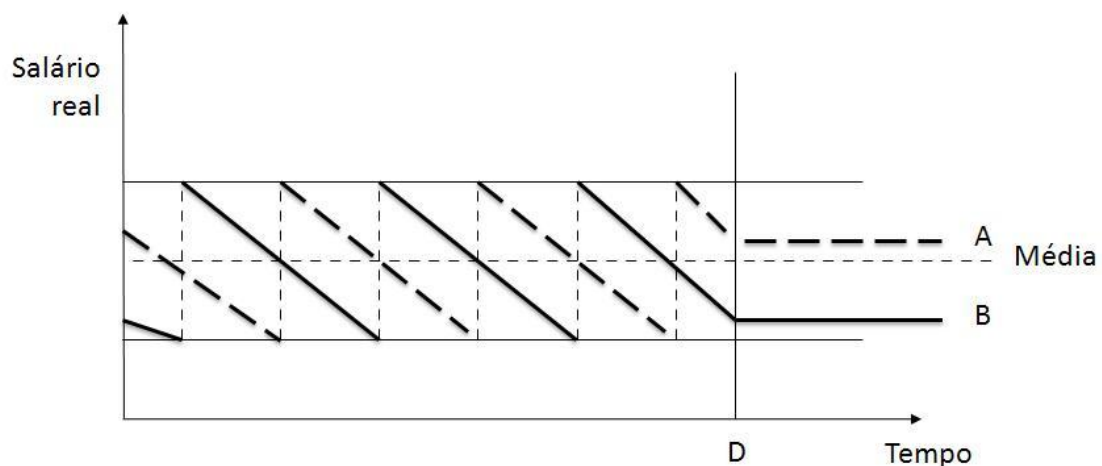
A desindexação através do mecanismo de controle ou congelamento de preços impediria legalmente que os agentes econômicos continuassem adotando o comportamento indexatório baseado na inflação passada. Lara-Resende (1985) rejeita a proposta do Choque Heterodoxo, que era baseado no congelamento de preços, por considerá-lo desestabilizador e politicamente inviável; apesar de reconhecer que uma proposta baseada no congelamento dos preços poderia gerar um forte apelo popular ou demagógico. O ponto central é entender que o congelamento não é uma política neutra do ponto de vista distributivo e isso poderia comprometer o sucesso do plano de estabilização.

Segundo Lara-Resende (1985), o problema da assincronia do reajustamento dos preços criaria dificuldades práticas quase que impossíveis de serem ultrapassadas. Esse fenômeno faz

com que ocorra uma distorção de preços relativos em cada espaço de tempo, e isso faria com que o congelamento paralisasse preços que acabaram de ser reajustados, e por isso estão quase no pico de seu valor real, e preços que estavam prestes a serem reajustados, que nesse caso estariam próximos ao vale de seu valor real; ocasionando uma transferência de renda real dos agentes que tiveram seus preços congelados perto do vale para os agentes que tiveram seus preços congelados perto do pico. Além disso, ainda existem as dificuldades práticas de todo programa baseado em controles administrativos. Conforme dito pelo autor Lara-Resende:

Como congelar preços numa economia onde a cada momento alguns preços estão à véspera de ser reajustados, portanto muito baixos, e outros que acabaram de ser reajustados, portanto muito altos? A cada ponto no tempo a estrutura de preços relativos está distorcida pela assincronia de reajustes. A sua cristalização provocará ganhos e perdas de renda real insustentáveis. (Lara-Resende, 1985, p. 3)

Gráfico 1 - A Assincronia dos Reajustes e a Dispersão de Preços Relativos



Fonte: Modenesi (2005)

O gráfico 1 ilustra bem o problema do congelamento de preços em uma economia marcada pela assincronia dos reajustes de preço. Conforme Modenesi (2005), suponha que exista uma economia dois agentes, A e B, cujos reajustes salariais são feitos por um mesmo indexador e em datas distintas. Considerando-se uma inflação constante, pode-se observar que o pico do salário real acontece no dia do seu reajuste e que ao longo do tempo ele vai declinando. A dispersão de preços relativos é consequência da assincronia dos reajustes, ou seja, o fato de existirem datas diferentes para os reajustes faz com que existam momentos em que o salário real de A esteja próximo ao seu pico, enquanto o salário real de B está próximo ao seu vale; ou vice e versa. Pode-se perceber que o congelamento de preços gera efeitos

distributivos: ao se adotar o congelamento de preços e salários no dia D, o valor do salário real de A está acima da média, entretanto o salário real do agente B está abaixo da média, logo ocorre uma transferência de renda de B para A.

Lara-Resende (1985) entende que na essência dos processos inflacionários a moeda perde credibilidade perante os agentes e sugere que o cruzeiro seja substituído por uma nova moeda. A idéia de substituir o cruzeiro por uma nova moeda foi derivada da análise da eliminação das hiperinflações verificadas na Europa no imediato pós-guerra. Um aspecto interessante destacado pelo autor é a forma súbita como foram estancadas as hiperinflações dos anos vinte nos casos da Áustria, Hungria, Polônia e Alemanha, sendo o espaço de um mês o suficiente para o fim do problema inflacionário.

A introdução de uma nova moeda confiável foi o ponto chave dos programas de estabilização; muito embora tenha sido colocada sempre em conjunto com medidas de reordenação fiscal, que visavam corrigir os desequilíbrios orçamentários dos governos, e vinculada a algum lastro. No caso mais emblemático, o da Alemanha, foi introduzida, em Outubro de 1923, uma nova moeda denominada Rentenmark equivalente a um trilhão de marcos antigos. A nova moeda teria um limite máximo de emissão previamente definido e seria lastreada em um empréstimo interno que se basearia nos ativos reais, terras e demais propriedades do país (Lara-Resende, 1985).

Após análise da experiência da hiperinflação alemã Lara-Resende (1985) tinha plena certeza que a nova moeda havia sido aceita pela simples razão de que uma economia precisa contar com uma moeda segura. Na Alemanha da década de vinte, o Marco já não era capaz de cumprir as funções de reserva de valor e unidade de conta e como consequência foi rejeitado como meio de troca. Com base nos exemplos das hiperinflações européias, o autor expôs sua proposta:

A essência dos processos de inflação é a perda de credibilidade da moeda. (...) a inflação no Brasil poderia ser detida a curtíssimo prazo, caso o governo fosse capaz de pôr em circulação uma nova moeda em que o público confie como reserva de valor e unidade conta. Para lançar a nova moeda, não é necessário esperar o pique de situações extremas de hiperinflação, como as da década de vinte na Europa. (Lara-Resende, 1985, p. 11)

Conforme Modenesi (2005), a proposta Larida consistia na emissão de uma moeda indexada que circularia paralelamente ao cruzeiro e no encolhimento da memória

inflacionária. No fim, a moeda velha seria retirada de circulação e restaria somente a moeda nova, na qual os preços já estariam estabilizados.

Arida e Lara-Resende (1985) colocam algumas premissas quantos as condições encontradas na economia brasileira:

Não há excesso de demanda na economia brasileira. Os fatores chaves do lado da demanda tais como o déficit público operacional e a política monetária estão controlados.

Não existe pressão de um choque de oferta. A desvalorização real do câmbio e a eliminação dos subsídios aos bens de consumo básico e aos serviços públicos tinham sido implementadas, de modo que os principais ajustes de preços relativos já haviam sido feitos. Pressões de reajustes salariais por parte dos sindicatos não constituem uma ameaça de curto prazo; e não se verifica nenhum tipo de pressão por parte dos preços agrícolas. Além disso, o superávit da balança comercial assegura um nível de reserva de modo que não existe preocupação em relação às importações.

Por fim, a inflação no Brasil é majoritariamente inercial.

A reforma monetária proposta em Arida e Lara-Resende (1985) consiste: na criação, em data preanunciada, de uma moeda indexada às Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional, a ORTN, a qual foi denominada Novo Cruzeiro (NC). A nova moeda teria paridade fixa de um para um com a ORTN. Durante a transição, o reajuste da ORTN continuará a ser vinculado à variação do índice geral de preços da moeda velha no mês imediatamente anterior e a taxa de conversão entre a moeda nova e o Cruzeiro seria atualizada diariamente de acordo com a variação pró-rata dia da ORTN no mês.

A partir da entrada em vigor da nova moeda os agentes poderão converter livremente, nos bancos comerciais e em outros postos anunciados previamente, a moeda antiga pela moeda nova ou vice-versa, pela taxa de equivalência diária. A questão da livre conversibilidade é essencial, pois dará credibilidade ao Novo Cruzeiro e evitará um aumento da velocidade de circulação da moeda antiga. Se a introdução da nova moeda fosse associada ao repúdio da moeda velha seria impossível evitar uma inflação maior em cruzeiros.

A taxa de câmbio em cruzeiros continuará sendo desvalorizada e a taxa de câmbio na moeda nova será constante à taxa real de câmbio que vigorava anteriormente à reforma monetária.

Os depósitos à vista existentes no sistema bancário serão convertidos para o Cruzeiro Novo e desse modo estarão protegidos da desvalorização do Cruzeiro. Todas as transações financeiras, os depósitos de poupança e os depósitos à prazo serão cotados na nova moeda, assim como a taxa *overnight*, que é usada no financiamento diário das obrigações e letras do tesouro também será. Os contratos existentes em ORTN poderão ser transformados de imediato na nova moeda, mas sem a obrigatoriedade dessa operação, assim como os contratos com base em taxas pré-fixadas em Cruzeiros continuarão a ter validade, já que o Banco Central continuará cotando o Cruzeiro para compra e venda.

Os preços controlados pelo governo serão automaticamente cotados na nova moeda e a conversão desses preços será feita com base no preço real médio em ORTN que foi verificado no período de indexação prévio. A partir do primeiro mês já se teria o índice geral de preços em novo cruzeiro, porém sem suspender o cálculo da inflação em cruzeiros; sendo a inflação na nova moeda nula, a idéia é mostrar para o público a superioridade do Novo Cruzeiro no que se refere as funções da moeda e assim induzir que os agentes cote seus preços na moeda nova e não mais em Cruzeiros. Com o fim do período de transição não haverá necessidade de se fazer um índice de preços em Cruzeiro, mas o Banco Central se encarregará de fixar a taxa de depreciação da moeda velha em relação ao Novo Cruzeiro igual à taxa média da inflação observada no período recente.

A indexação salarial com base na moeda velha não será abolida por lei, entretanto será possível converter os contratos de salários para a nova moeda. O salário em NC será o salário real médio em ORTN nos seis meses precedentes.

Segundo os autores, a circulação das duas moedas em paralelo é fundamental do ponto de vista da credibilidade do plano de estabilização, pois a população poderá comparar as moedas e observar que a moeda nova se valorizará em relação à antiga, e que o índice de preços se mantém estável em Novo Cruzeiro pelo menos durante o período de transição.

Conforme Arida e Lara-Resende (1985), durante o período de transição ocorrerá um aumento substancial na demanda pela nova moeda tendo em vista de que nesse momento ela é um ativo protegido contra a inflação. O custo de se reter moeda em relação às aplicações financeiras de curto prazo cairá drasticamente ocasionando uma queda na demanda por esses ativos financeiros e um crescimento correspondente na demanda por moeda, obrigando o governo a injetar Novo Cruzeiro na economia de modo a evitar possíveis crises de liquidez no mercado financeiro. Haverá necessidade de se reduzir os depósitos compulsórios dos bancos

para compensá-los pela perda da receita que a inflação gerava sobre os depósitos e assim evitar uma quebraadeira no sistema bancário.

Por fim, em uma data pré-anunciada a moeda velha será retirada de circulação e a economia estará livre do inferno inflacionário, com a estabilidade do nível de preços na nova moeda.

Ao se comparar a proposta Larida com o tratamento ortodoxo pode-se observar que a introdução da moeda indexada tem a vantagem de ser uma política não recessiva. Já no que tange a uma comparação com o Choque Heterodoxo, a reforma monetária seria mais vantajosa pelo fato de não interferir no livre funcionamento dos mercados e de não estar subordinada aos problemas administrativos de controles de preços. Um ponto que poderia ser apontado como negativo seria o fato dos salários serem convertidos com base em seus valores médios, porém os preços poderiam ser com valores de pico; configurando uma não neutralidade total do ponto de vista distributivo.

Os autores acreditavam na reforma monetária como o melhor remédio para curar o que eles julgavam ser a verdadeira causa da inflação brasileira, a inércia inflacionária. Nas palavras de Arida e Lara-Resende:

A reforma monetária (...) não constitui panacéia. É a melhor estratégia para lidar com o componente inercial da inflação, mas não se pode esperar que venha a afetar o componente não-inercial. Como a indexação é uma resposta natural para um ambiente inflacionário, a reforma monetária só conseguirá eliminar a indexação se a inflação anterior for predominantemente inercial. Na ausência da inércia, a reforma monetária seria vã e inócua: ressurgiria em NC a mesma taxa de inflação em cruzeiros. (Arida e Lara-Resende, 1985, p. 27)

CAPÍTULO 2 – O PLANO REAL

2.1 INTRODUÇÃO

O Plano Real foi a estratégia de estabilização de preços adotada pelo governo brasileiro que se baseou na implantação de um novo padrão monetário e na adoção de uma âncora cambial. O plano pode ser entendido através da sucessão de três fases: (i) ajuste fiscal; (ii) Reforma Monetária e (iii) Adoção de uma âncora cambial.

A primeira fase do Real está compreendida entre Maio de 1993 à Fevereiro de 1994 e teve por finalidade equilibrar as contas públicas do país, tendo em vista que o equilíbrio fiscal era tido como pré-condição para o sucesso da estabilização. Foram adotados dois instrumentos para se fazer ajustes: o Programa de Ação Imediata (PAI) e o Fundo Social de Emergência (FSE). O primeiro visava uma reorganização das relações públicas, reorganização das relações público-privado e o combate à sonegação de impostos. Já o segundo visava resolver a insuficiência de recursos para financiar os gastos sociais brasileiros e objetivava reduzir a grande rigidez dos gastos da União.

Bacha (1995) concluiu que a inflação causava efeito benéfico às contas públicas através da existência do chamado efeito Bacha que é a relação negativa entre déficit público e taxa de inflação. Esse fenômeno derivava de dois fatores: a subavaliação da previsão inflacionária na proposta orçamentária e o atraso na realização das despesas por parte do Tesouro Nacional. Assim, o ajuste Fiscal era necessário para compensar o aumento do valor real das despesas do governo derivado da interrupção do processo inflacionário.

A segunda fase do Plano vai de Março de 1994 à Julho do mesmo ano e tinha como meta eliminar o componente inercial da inflação brasileira através de uma Reforma Monetária.

Os idealizadores do Plano diagnosticaram que a inflação era fundamentalmente inercial e que por isso havia necessidade de desindexar preços e rendimentos para o sucesso da estabilização. Bacha (1995) ressaltou que a economia do país era caracterizada por uma assincronia no reajuste de preços e rendimentos e, sendo assim, uma interrupção instantânea do processo inflacionário geraria transferência de renda real e, portanto, não seria neutra do ponto de vista distributivo. A ideia da Reforma Monetária é alinhar preços relativos e evitar que estancamento do processo inflacionário gere efeitos distributivos que pudessem ameaçar o sucesso do Plano.

A terceira fase do Real iniciou com a entrada em vigor da Medida Provisória 542, que dava curso legal ao Real. A adoção de regras de metas monetárias não foi eficaz em função da instabilidade da velocidade de circulação da moeda na fase de transição do período de alta inflação para o período de estabilização.

A política cambial do Plano pode ser dividida em quatro fases: (i) câmbio flutuante; (ii) câmbio fixo; (iii) banda cambial deslizante e (iv) banda cambial rastejante. As mudanças no regime cambial o tornaram mais flexível, mas não modificaram sua característica essencial que era o fato do Banco Central determinar a taxa de câmbio.

A última fase do Plano foi centrada na adoção do regime monetário de metas cambiais após tentativa fracassada, por um período pequeno, de se adotar o regime de metas monetárias.

O presente capítulo é dividido em três seções. Na primeira sessão será apresentado o ajuste fiscal. Na segunda, apresenta-se a reforma monetária implementada no país. Na terceira, mostram-se as âncoras nominais adotadas na economia brasileira a partir do Plano Real.

2.2 AJUSTE FISCAL

A primeira fase do Plano Real foi compreendida de Maio de 1993 à Fevereiro de 1994 e teve como objetivo promover o equilíbrio das contas públicas do Brasil, tendo em visto que o equilíbrio fiscal era tido como pré-condição para o sucesso do plano de estabilização. A partir disso, o governo brasileiro adotou dois mecanismos de ajuste fiscal: o Programa de Ação Imediata (PAI), em Maio de 1993, e a aprovação, em Fevereiro de 1994, do Fundo Social de Emergência (FSE) (Modenesi, 2005).

O PAI visava uma redefinição das relações da União com os Estados e Municípios, isto é, uma reorganização das relações públicas; bem como reorganizar as relações do setor público com a esfera privada e combater a sonegação de impostos.

Conforme Modenesi (2005), as principais medidas do Plano de Ação Imediata foram: reduzir os gastos públicos e buscar maior eficiência na sua utilização; elevar a receita fiscal com a criação do Imposto Provisório sobre Movimentação Financeira (IPMF) e combater a sonegação de impostos; redefinir as relações entre a União, Estados e Municípios, reduzindo as transferências não previstas na constituição e regularizando o pagamento das dívidas destes com a União; saneamento dos bancos estaduais e federais; por fim, ampliar o Programa

Nacional de Desestatização (PND) de modo a iniciar a desestatização do setor elétrico e de transporte ferroviário, com a criação do Fundo de Privatização, e concluir a privatização das empresas de siderurgia e petroquímica.

A criação do FSE visava resolver o problema da insuficiência de recursos para financiar os gastos sociais brasileiros e tinha como objetivo reduzir a grande rigidez dos gastos da União, de modo a ampliar a mobilidade do governo na condução da política de austeridade fiscal. Essa escassez de recursos é derivada da Constituição Federal de 1988 que vinculava grande parte das receitas do governo federal a gastos específicos como os de saúde e educação. Esse mecanismo criava uma excessiva rigidez orçamentária nas contas do governo, de modo que cerca de 80% das receitas tributárias da União só poderiam ser aplicadas em determinados setores. Nas palavras de Franco:

De longe, a maior preocupação relacionada a essa questão (fiscal) era a tendência crescente à vinculação das receitas (do Tesouro Nacional) a usos específicos. Essa tendência havia se tornado dramática com a promulgação da Constituição de 1988, que aumentou a proporção das receitas transferidas a estados e municípios e para o sistema da seguridade social, além de aumentar a proporção de todas as vinculações no orçamento, tendendo a criar “verdadeiros suborçamentos” com excesso de arrecadação – o que corresponde a receitas insuficientes no restante do orçamento – e resultando na criação de novos gastos em determinadas áreas. A redução das vinculações era, então, uma necessidade crucial para restaurar a governança fiscal no Brasil; e isto era precisamente uma medida considerada necessária para permitir o início do programa de estabilização de forma segura. Isto foi obtido ao ser aprovada uma emenda constitucional, estabelecendo o Fundo Social de Emergência, no início de 1994. (Franco, 1996, p. 2-6)

O dinheiro para capitalizar o Fundo Social de Emergência veio proveniente das desvinculações de algumas receitas do governo federal, que passou a incorporar: 20% da arrecadação do IPMF; 20% dos gastos com educação previstos na Constituição Federal de 1988; adicional de 3% sobre o lucro e 0,75% da receita operacional bruta dos bancos e por fim, 100% do imposto de renda do funcionalismo público (Modenesi, 2005).

Conforme (Bacha 1994), a existência de um déficit operacional baixo concomitante a uma inflação alta não deve ser interpretado como prova de um equilíbrio das contas do governo. O autor defendia que o déficit orçamentário vinha sendo maior do que o efetivamente verificado, isto é, existia um desajuste grande entre as receitas e os gastos orçados *ex ante*, porém como a inflação corroía o valor real das despesas enquanto as receitas estavam relativamente protegidas, surgia um déficit orçamentário baixo *ex post*.

No Brasil, a inflação causava efeitos benéficos às contas públicas através da redução do valor real das despesas. A economia brasileira era marcada pela existência do chamado

Efeito Tanzi às Avessas, também conhecido como Efeito Bacha, que é a relação negativa entre o déficit público e a taxa de inflação. Já o Efeito Tanzi é uma relação positiva entre a inflação e o déficit público, segundo o qual a inflação deteriora as contas públicas aumentando o déficit orçamentário via redução do valor real das receitas. (Modenesi, 2005).

O Efeito Bacha era consequência de dois fatores: a proposta orçamentária subavaliava a previsão da inflação, fazendo uma previsão inflacionária abaixo do que realmente era observado com o objetivo de reduzir o valor real das despesas, enquanto as receitas permaneciam indexadas; o Tesouro Nacional atrasava a realização das despesas com o objetivo de reduzir seu valor real. O Efeito Tanzi às Avessas nas palavras do próprio Bacha:

A inflação ajuda de duas formas na redução do déficit orçamentário aos valores efetivamente observados no fim do ano fiscal. Primeira, o orçamento embute uma previsão inflacionária bem menor do que a inflação efetivamente observada. Isso reduz o valor real das despesas a serem executadas, mesmo sem o controle do caixa. Já as receitas, por estarem indexadas, pouco sofrem com a inflação maior do que a orçada. Segunda, por meio do controle do caixa, o Ministério da Fazenda adia a liberação das verbas orçadas para o final do ano ou mesmo para os restos a pagar no seguinte, desse modo, fazendo com que o valor dessas despesas seja adicionalmente reduzido pela inflação. (Bacha, 1994, p. 9-10)

A inflação havia se tornado uma parceira vantajosa para o Tesouro Nacional a partir do momento que gerava o imposto inflacionário e reduzia o valor real das despesas públicas através do Efeito Bacha. Segundo Bacha:

A inflação, portanto, presta um duplo serviço ao Tesouro Nacional: a geração do imposto inflacionário e a redução do gasto real. A conclusão era de que o controle da inflação pressupunha que o governo equilibrasse seu orçamento ex ante, isto é, mostrasse a determinação política de cortar do orçamento os excessos de gastos que eram previamente erodidos pela inflação ou financiados pelo imposto inflacionário. (Bacha, 1995, p. 5)

O ajuste fiscal implementado através do PAI e do FSE era necessário para compensar o aumento do valor real das despesas do governo derivado do estancamento do processo inflacionário. Era consenso entre os formuladores do plano que o aumento do déficit público geraria uma expansão da demanda agregada que por sua vez pressionaria a inflação, isto é, se não ocorresse o ajuste fiscal, a queda da inflação causaria a ruína das contas públicas e ameaçaria o sucesso do plano.

O PAI e o FSE contribuíram para equilibrar as contas do governo no curto prazo, mas não foram eficazes em cortar o aumento do déficit público e assim manter o equilíbrio fiscal

no longo prazo. Ao observar a tabela 2 percebe-se um aumento da necessidade de financiamento do setor público (NSFP), a média entre 1991 e 1994 era de 0,4% do PIB, já no período entre 1995 e 1998 aumentou drasticamente e passou a 5,2% do PIB. Dois fatores determinantes para a elevação da necessidade de financiamento do setor público foram: o aumento das despesas com juros reais que passaram de 3,3% para 5,0% do PIB e a deterioração do resultado operacional que passou de um superávit na casa de 2,9% do PIB para um déficit de 0,2% do PIB (Modenesi, 2005).

Tabela 2 - Evolução das Contas Públicas (% do PIB): 1991 a 1998

Composição	Média 1991 a 1994	Média 1995 a 1998	Diferença
NFSP	0,4	5,2	4,8
Déficit Primário*	-2,9	0,2	3,1
Despesas com juros (reais)	3,3	5,0	1,7

* O sinal negativo significa superávit

Fonte: Banco Central do Brasil

Segundo Modenesi (2005), existem alguns fatores que podem ser apontados como causa da deterioração fiscal apresentada no primeiro mandato do presidente Fernando Henrique Cardoso, mas cabe ressaltar que o reconhecimento de dívidas passadas favoreceu o aumento da dívida pública. Apesar da importância das medidas de ajuste fiscal no início do programa de estabilização, pode-se concluir da primeira fase do Plano Real que as medidas adotadas não foram suficientes para evitar o aumento da dívida líquida do setor público, que saltou de 30% do PIB em 1994 para 42% em 1998. O desajuste fiscal que antes se refletia na inflação passou, em parte, a ser observado no crescimento da relação dívida/PIB.

2.3 REFORMA MONETÁRIA

A segunda fase do Plano Real vai de março de 1994 à julho de 1994 e tinha como meta eliminar o componente inercial da inflação brasileira através de uma reforma monetária.

Segundo Modenesi (2005), a intensidade e o longo período do processo inflacionário brasileiro obrigaram os agentes econômicos a criar um grande aparato indexatório de modo a amenizar os efeitos da inflação. O problema é que se por um lado os mecanismos formais e informais de indexação possibilitaram a convivência dos agentes econômicos com as altas taxas de inflação, por outro, contribuiu para atrapalhar a interrupção desse processo, dado o grande peso de seu componente inercial. Os mecanismos de indexação institucionalizaram a

inércia inflacionária, de modo que a inflação presente era derivada da inflação passada, isto é, o processo inflacionário brasileiro não tinha como causa um choque de oferta ou um excesso de demanda, o problema residia na indexação de preços e rendimentos.

Os idealizadores do real partiram do diagnóstico de que a inflação no Brasil era fundamentalmente inercial, e que por conta desse fato, era necessário desindexar preços e rendimentos para que houvesse sucesso no plano de estabilização.

Bacha (1995) ressaltou que a economia brasileira era marcada por uma assincronia no reajuste de preços e rendimentos, o que significa dizer que preços e rendimentos eram reajustados em diferentes períodos de tempo, ocasionando como consequência uma grande dispersão de preços relativos: alguns preços tinham acabado de ser reajustados e assim estavam no teto de seu valor real, porém outros estavam perto de sofrerem reajustes, logo no vale de seu valor real. A partir disso, se houver uma intervenção instantânea do processo inflacionário ocorrerá uma transferência de renda dos agentes cujos contratos estavam no vale de seu valor real para os agentes cujos contratos estavam no teto. Isto é, em uma economia marcada pela assincronia no reajuste de preços e rendimentos a interrupção da inflação não será neutra do ponto de vista distributiva.

A idéia da segunda fase do plano é exatamente alinhar preços relativos e evitar que a interrupção do processo inflacionário gere efeitos distributivos, pois temia-se que os agentes perdedores demandassem reajustes a ponto de inviabilizar a estabilização do nível de preços. Bacha deixa claro o propósito da segunda fase do plano:

A principal finalidade da segunda etapa do Plano era alinhar os preços relativos mais importantes na economia, uma vez que a existência de contratos indexados com datas de reajuste diferentes implicava uma grande dispersão desses preços a cada momento, com alguns deles tendo sido reajustados recentemente e outros apresentando uma grande defasagem. Em tais circunstâncias, uma súbita interrupção do processo inflacionário surpreenderia alguns preços no seu valor de pico e outros no vale. Tal desalinhamento tenderia inevitavelmente a impor pressões inflacionárias adicionais, na medida em que cláusulas de reajuste prévias continuariam a forçar para cima os preços defasados. (Bacha, 1995, p. 9)

Em primeiro de março de 1994, a URV foi concebida com paridade cambial fixa de um para um em relação ao dólar. O Banco Central intervinha no mercado de câmbio vendendo dólares sempre que a relação sempre que a relação URV/dólar se igualasse a 1, mas permitia a livre oscilação da moeda americana para baixo; colocando em prática uma banda cambial assimétrica com teto estipulado em 1 URV (Modenesi, 2005).

O Banco Central foi responsável por fixar dia à dia a paridade entre URV e o Cruzeiro Real tendo por base o conjunto formado pelos três índices de preços mais usados no país: Índice Geral de Preços de Mercado (IGP-M) calculado pela Fundação Getúlio Vargas; Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE); e o Índice de Preços ao Consumidor (IPC) calculado pela Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas (FIPE) (Modenesi, 1995).

Por fim, os novos contratos tinham que ser obrigatoriamente cotados em URV, mas a conversão dos contratos já existentes não foi obrigatória em um primeiro momento, tendo estes até o dia primeiro de julho para serem convertidos em URV. Além disso, após a conversão para a Unidade Real de Valor os contratos não poderiam mais conter cláusulas de indexação de curto prazo, e as revisões contratuais só poderiam ser feitas após um ano (Modenesi, 2005).

2.4 ÂNCORAS NOMINAIS

Âncoras nominais são basicamente restrições colocadas sobre a política monetária de modo a controlar o nível de preços. Segundo Mishkin e Savastano (2000) *apud* Salomão (2003), a âncora monetária toma como base três pontos principais: (i) existência de confiança na informação transmitida pelos agregados monetários para implementação da política monetária; (ii) metas para os agregados monetários com o objetivo de direcionar as expectativas dos agentes econômicos contra a inflação; (iii) o acompanhamento dos resultados da política monetária de modo a evitar desvios da meta proposta. Além disso, torna-se necessário o uso de uma taxa de cambio flexível. A estratégia deste tipo de âncora é ter uma taxa de crescimento constante do agregado monetário escolhido como forma de se controlar a inflação.

As vantagens atribuídas a este tipo de ancoragem são: (i) a variável fundamental, que é a taxa de crescimento monetário, pode ser facilmente acompanhada pelo Banco Central, (ii) maior autonomia do Banco Central para lidar com flutuações no produto, choques externos e com o objetivo de inflação; (iii) maior transparência para os agentes econômicos a respeito do sucesso ou não do BC na direção da política monetária (Mishkin e Savastano, 2000 *apud* Salomão, 2003).

Duas das principais desvantagens são: (i) é indispensável uma relação forte entre crescimento monetário variáveis como inflação e taxa de crescimento do PIB nominal, isto é, se a velocidade de circulação da moeda ou velocidade de renda de moeda for instável, o

regime de metas monetárias não será confiável e (ii) pressuposição de que o BC pode controlar os agregados monetários de forma fácil (Mishkin, 1999 *apud* Salomão, 2003).

Na âncora cambial, o valor da moeda doméstica é atrelado a uma moeda historicamente estável, objetivando que a inflação interna seja similar àquela verificada no país que possui a moeda que serve de âncora. Para que a âncora cambial funcione perfeitamente é indispensável que o Banco Central tenha um grande volume de reservas da moeda estrangeira, que usa para fixar a moeda nacional.

A vantagem mais relevante que o regime de metas cambiais oferece é o fato de inibir que a autoridade monetária faça políticas expansionistas que visem aumentar renda e emprego no curto prazo. Isto ocorre devido ao fato da política monetária estar sujeita à quantidade de moeda estrangeira que foi adotada como âncora (Mishkin, 1997 *apud* Salomão, 2003).

Segundo Mishkin (1997) *apud* Salomão (2003), existem duas desvantagens básicas na adoção da taxa de câmbio como âncora cambial: (i) perda da autonomia da política monetária e (ii) fácil transmissão de choques da economia do país âncora para economia do país que usa a âncora cambial.

No caso brasileiro, tentou-se adotar inicialmente a âncora monetária, mas devido à instabilidade da velocidade-renda de circulação da moeda logo após a interrupção do processo inflacionário o Banco Central não pode determinar a oferta monetária compatível com o nível de preços. Em suma, a redução na velocidade de circulação da moeda rompeu a relação entre o nível geral de preços e os agregados monetários.

A estratégia baseada no regime de metas monetárias não foi bem sucedida e observou-se que as metas para os agregados monetários foram superadas, assim como também se pode ver uma valorização excessiva do real devido a entrada de um grande volume de moeda estrangeira. Em função do histórico inflacionário brasileiro era necessária a adoção de uma âncora nominal que coordenasse e servisse como um guia na formação de preços. A partir disso o governo optou pela adoção de uma âncora nominal tendo a taxa de câmbio como âncora.

2.4.1 Âncora Monetária

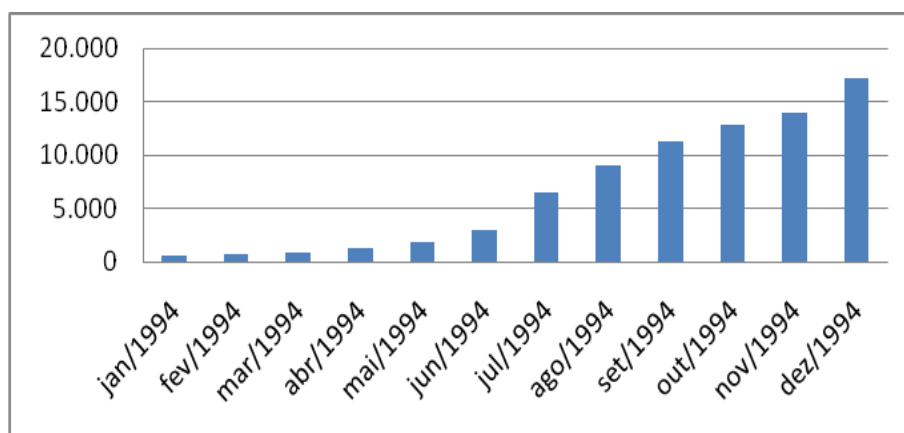
A terceira e última fase do Plano Real teve início com a entrada em vigor da Medida Provisória de número 542, que determinava a emissão e o lastreamento da nova moeda, a fim de garantir a estabilidade de preços, e dava curso legal ao Real.

Conforme Modenesi (2005), as principais medidas que foram adotadas a partir da MP 542 foram: (i) adoção de metas para a base monetária, que poderiam ser alteradas em até 20% pelo Conselho Monetário Nacional (CMN); (ii) lastreamento da base monetária em reservas internacionais; (iii) estabelecimento de uma paridade fixa entre o real e o dólar, poderia ser revista pelo CMN; e (iv) modificações no CMN tais como transferência da responsabilidade de emissão monetária do Conselho Monetário Nacional para o Congresso Nacional e modificação em sua composição, e a criação de canais de comunicação visando a facilitação do monitoramento da política monetária pelos poderes Executivo e Legislativo.

A adoção do regime de metas monetárias não foi eficaz no Brasil em função da instabilidade da velocidade de circulação da moeda na fase de transição do período de alta inflação para o regime de estabilização. A estabilidade da velocidade de circulação da moeda, condição necessária para o regime de metas monetárias, não se verificou. A interrupção do processo inflacionário teve como consequência uma grande redução na velocidade-renda de circulação da moeda, isto é um forte aumento na demanda por moeda em função da recuperação da sua função de reserva de valor. A redução da velocidade de circulação da moeda fez romper a relação entre o nível geral de preços e os agregados monetários, tornando impossível o Banco Central determinar *ex ante* a oferta monetária compatível com o regime de estabilidade de preços (Modenesi, 2005).

O gráfico 2 mostra o intenso processo de remonetização observado na economia brasileira após a implementação do Plano Real. A média dos saldos diários da base monetária cresceu no primeiro ano do real, saindo de R\$ 6,0 bilhões em julho de 1994 e indo para R\$ 17 bilhões em dezembro do mesmo ano.

Gráfico 2 - Evolução da Base Monetária*: jan/94 a dez/94



*Média mensal dos saldos diários em R\$ bilhões

Fonte: Ipeadata on-line

Pode-se observar pela tabela 3 que já nos primeiros meses as metas estabelecidas para a base monetária foram bastante ultrapassadas. Como colocado por Modenesi (2005), o Banco Central continuou realizando a progressão monetária mantendo as metas para a expansão da base monetária, mas com uma margem de tolerância de 20% prevista na Medida Provisória. Por fim, têm-se a irrelevância prática das metas monetárias, visto que não representavam uma restrição efetiva à condução da política monetária.

Tabela 3- Metas e Valores Observados da Base Monetária: 1/jul/1994 a 31/mar/1995

Base Monetária*	Observado	Período
Meta		
7,500	8,933	1/7/1994 a 30/7/1994
8,500	14,703	1/10/1994 a 31/12/1994
9,500	16,108	1/1/1995 a 31/3/1995

* Média mensal dos saldos diários em R\$ bilhões

Fonte: Banco Central do Brasil

Cabe ressaltar que a adoção simultânea das âncoras monetária e cambial revelou uma inconsistência teórica de acordo com o modelo Mundell-Fleming. Segundo Modenesi (2005),

em uma economia com perfeita mobilidade de capitais e taxa de câmbio fixa, a moeda é endógena e a taxa de juros interna é igual à taxa de juros internacional. Não se pode fixar ao mesmo tempo o estoque de moeda e a taxa de câmbio, o que significa dizer que os formuladores da política econômica devem optar entre fixar taxa de câmbio ou fixar base monetária.

Na verdade, não foi verificado o problema teórico levado acima, isso porque os três meses iniciais do plano foram marcados pela efetiva implementação de um sistema de câmbio flutuante combinado a uma tentativa de adoção do regime de metas monetárias. Nas palavras de Franco: “A suposta violação aos cânones de Mundell e Fleming tinha sido descartada: operava-se com uma taxa de câmbio flexível” (Franco, 1995, p. 57)

Como visto em Modenesi (2005), a estratégia adotada não foi eficaz e logo observou-se que as metas para os agregados monetários foram superadas e o real valorizou excessivamente em função do grande volume de moeda estrangeira que entrou no país. Devido ao histórico inflacionário do Brasil e o baixo grau de credibilidade da política monetária, era importante que existisse um referencial que coordenasse as expectativas de inflação e agisse como guia na formação de preços. Ao se passar anos convivendo com altas taxas inflacionárias, as expectativas de inflação por parte dos agentes econômicos tornaram-se elásticas, e essa volatilidade das expectativas poderia causar sua elevação em função dos mais variados acontecimentos e assim acabar com a estabilidade preços. Nesse contexto a adoção de uma âncora nominal se fazia necessária para continuar viabilizando o projeto da estabilidade do nível de preços.

2.4.2 Âncora Cambial

Conforme exposto por Modenesi (2005), a política cambial do plano pode ser dividida em quatro fases caracterizadas da seguinte maneira: (i) câmbio flutuante; (ii) câmbio fixo; (iii) banda cambial deslizante; e (iv) banda cambial rastejante.

O período de julho a setembro de 1994 foi caracterizado pela adoção do câmbio flutuante. O Banco Central não agiu de forma a intervir no mercado de câmbio e o real enfrentou uma forte valorização devido à forte entrada de capital externo decorrente do excesso de liquidez no mercado internacional.

A partir de outubro de 1994 até fevereiro de 1995 foi praticado na economia brasileira o câmbio fixo, tendo em vista a estabilidade da taxa de câmbio nominal em R\$ 0,84/U\$\$. O ciclo de valorização do real observado anteriormente foi interrompido pelo Banco Central, mas a valorização acentuada do real ainda continuava figurando nesse período de câmbio fixo.

Como dito anteriormente, a entrada de capitais externo no Brasil foi fruto de uma liquidez excessiva no mercado internacional. Esse cenário de liquidez internacional modificou-se a partir do final do ano de 1994, principalmente com a eclosão da crise do México em dezembro, que fez reduzir uma parcela significativa do fluxo de capital externo que entrava nos países em desenvolvimento. Nesse contexto, o Brasil perdeu um volume considerável de reservas internacionais, forçando o Banco Central a adotar um regime cambial mais flexível.

Em março do ano de 1995, as reservas internacionais haviam caído a níveis baixíssimos, forçando o Banco Central a desvalorizar o real em 5% e adotar uma banda larga para a flutuação da moeda. Para proteger a economia e reduzir o desequilíbrio no mercado de câmbio, o BC aumentou as tarifas de importação de alguns produtos. A partir disso, o Banco Central interviu no mercado cambial a fim de controlar a taxa de câmbio e estabelecer uma minibanda de flutuação para o real. O BC atuou fazendo desvalorizações na moeda e através disso implantou uma flexibilização do sistema cambial, aproximando-o a uma banda deslizante.

Por fim, em outubro de 1995 o câmbio brasileiro foi novamente flexibilizado e manteve-se nessa linha até a crise do começo de 1999. As minibandas cambiais passaram a ser corriqueiramente ajustadas e assim definiu-se uma trajetória ascendente da taxa de câmbio.

Como descrito por Modenesi (2005), houve um aumento do intervalo de flutuação do real em relação ao dólar, visto que o limite superior da banda cambial elevou-se mais do que o limite inferior. O ponto médio da banda cambial elevou-se ao longo do tempo e a amplitude do intervalo de flutuação do real foi sendo alargada. O fato é: essa elevação do ponto médio foi causa para a formação de uma escada no limite superior da banda; e o alargamento da amplitude da banda refletiu-se no crescimento da distância entre os limites. Assim, essa quarta etapa da política cambial pode ser caracterizada por uma banda rastejante.

É importante destacar que as mudanças observadas no regime cambial acabaram por torná-lo mais flexível ao longo do tempo, mas não modificaram a sua característica essencial que era o fato da taxa de câmbio ser determinada pelo Banco Central e não pelo equilíbrio de oferta e demanda de moeda no mercado de câmbio. A essência é entender que a adoção de uma âncora cambial foi necessária, mas as mudanças observadas ao longo das quatro etapas apenas mostraram o grau da âncora da economia do país, ora mais rígido, ora mais flexível, isto é, guardada a importância do sistema cambial, a estabilidade do nível de preços estava em grande medida relacionada a forte concorrência exercida pelo produtos importados (Modenesi, 2005).

A terceira fase do Plano Real não foi simplesmente a adoção de uma âncora cambial, a intensificação da abertura comercial e financeira trouxe uma redefinição do setor externo na economia brasileira que juntamente com a âncora exerceu papel fundamental no processo de estabilidade de preços. Nas palavras de Franco: “O terceiro elemento crucial do Plano Real consistiu em um programa agressivo de abertura da economia ou, em termos mais amplos, na redefinição dos aspectos macroeconômicos do setor externo no Brasil” (Franco, 1996, p.10).

A tabela 4 mostra o grau de abertura experimentado pela economia do Brasil a partir de 1990. A alíquota média simples de importação caiu abruptamente durante os seis primeiros anos da década, saindo de 32,2% em 1990 para 13,1% em 1995.

Tabela 4 - Imposto de importação						
Ano	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Alíquota Média Simples	32,2	25,2	20,8	16,5	14,0	13,1

Fonte: Modenesi (2005)

O elemento crucial da terceira fase do plano de estabilização foi o grau de abertura ao qual a economia brasileira foi exposta justamente no período em que o real foi mantido valorizado pelas autoridades. A facilidade em se importar os produtos a partir daquele momento fez com que os produtos estrangeiros pudessem concorrer com os produtos produzidos internamente. Isto gerou um deslocamento da demanda para os produtos importados e fez com que os setores domésticos, antes protegidos por barreiras comerciais ou

elevadas tarifas de importação, não pudessem formar preços ao seu bel prazer (Modenesi, 2005).

O período de alta inflação combinado ao excessivo protecionismo encontrado na economia brasileira fez por dar vida a alguns setores que se beneficiavam do fato de poder repassar quaisquer tipos de custos aos preços vigentes, incluindo não só os custos com os fornecedores, mas também os custos da ineficiência produtiva. Alguns setores da economia não se preocuparam em aumentar suas produtividades e baixar seus custos de produção, pois eram protegidos da concorrência internacional por barreiras e/ou elevadas tarifas comerciais, podendo repassar os custos da sua ineficiência produtiva aos preços que eram reajustados constantemente devido à inflação estratosférica. Nas palavras de Medonça de Barros e Goldenstein:

Anos seguidos de elevados patamares inflacionários permitiram o surgimento de diversos segmentos da economia que sobreviviam diretamente do “float” ou indiretamente, na medida em que podiam, graças a total falta de transparência dos preços relativos resultante da inflação elevada, repassar aos preços quaisquer custos, fossem eles decorrentes de sua própria falta de produtividade ou de seus fornecedores. Obviamente que essa impunidade no repasse de preços e desinteresse na busca de aumentos de produtividade dependiam, além da inflação, do fechamento da economia que garantia a falta de concorrentes. (Medonça de Barros & Goldenstein, 1998, p.69).

A abertura comercial trouxe concorrência estrangeira para os produtos produzidos internamente e como consequência restringiu a capacidade do setor produtivo nacional de formar preços, obrigando-o a adotar preços compatíveis com os preços dos produtos importados. Como ressaltado por Franco:

A liberalização ocorreu de forma muito agressiva com o objetivo de expor rapidamente os mais importantes setores industriais à competição externa e também de impor restrição à capacidade dos mesmos de fixar preços. A redução das tarifas foi bastante impressionante, como também a eliminação das barreiras não-tarifárias. Adicionalmente, no início de julho, com a emissão do real, uma nova política cambial foi iniciada (...). O resultado da influência da combinação das duas novas políticas, cambial e comercial, foi bastante impressionante. O grau de abertura da economia aumentou fortemente: em 1991, a soma das importações e exportações atingira aproximadamente US\$ 50 bilhões. Ela chegaria quase a US\$ 100 bilhões em 1995(...). Com a abertura da economia, a competição produziu efeitos surpreendentes. A exposição da economia doméstica aos bens importados de elevada qualidade deixou os consumidores atentos ao seu poder de eliminar as pressões inflacionárias espúrias, com o auxílio da lei da oferta e da demanda. (Franco, 1996, p. 12-3)

Conforme colocado por Modenesi (2005), a política cambial adotada para o país manteve-se a mesma até a crise de 1999 e a manutenção do real sobrevalorizado já recebia críticas do setor industrial doméstico e do setor produtivo ligado à exportação. A taxa de câmbio de 1995 até 1999 claramente não era a de equilíbrio e para o autor o fato do saldo do balanço de pagamentos ter se deteriorado a partir de 1994 mostrava o desequilíbrio do câmbio

O governo não negava o fato da valorização excessiva do real frente às outras moedas, mas diante das pressões para que houvesse um processo de desvalorização da moeda, alegava dificuldades em se medir à taxa de câmbio de equilíbrio e existência de ganhos de produtividade na economia brasileira. Mendonça de Barros, secretário de política econômica, e Goldenstein, assessora da presidência do BNDES, em 1998, ressaltaram:

A grande crítica nessa área, de que o atraso cambial impediria o crescimento das exportações e conseqüentemente, elevaria nossa dependência da entrada de capitais voláteis tem-se revelado basicamente errada. Apesar da enorme carência de dados que também temos nessa área, os escassos indicadores existentes confirmam que os avanços de produtividade que vimos obtendo nos últimos anos são significativos a ponto de compensar o eventual atraso cambial existente. (Mendonça de Barros & Goldenstein, 1998, p. 72-3)

Segundo Modenesi (2005), a verdade é que pode realmente existir alguma dificuldade de determinação da taxa de câmbio de equilíbrio, mas não se pode negar que a sobrevalorização do real foi flagrante e foi o objetivo da política cambial implementada durante o plano, sempre visando manter a defasagem entre o real e o dólar como instrumento de controle da inflação.

Ainda com base no autor, pode-se observar que a primeira fase da política cambial adotada no Brasil teve um excesso de zelo em virtude do cenário inflacionário brasileiro e foi caracterizada pela sobrevalorização do real. A segunda etapa ainda mostra um excesso de receio por parte do Banco Central, que mantinha a taxa de câmbio muito valorizada em relação em relação àquela que poderia ser a de equilíbrio. Vale ser dito que a situação internacional é bastante favorável ao Brasil: a dívida externa tinha sido renegociada e o país contava com um nível de reservas internacionais na casa dos US\$ 43 bilhões, fator que dava ao BC o mecanismo de sustentação da excessiva valorização do real. A partir da crise do México de 1994 e 1995 o nível de reservas internacionais baixou drasticamente e o Banco Central não teve como sustentar o alto grau de ancoragem, sendo obrigado a flexibilizar a

política cambial adotando primeiramente uma banda deslizando e pouco depois uma banda rastejante.

Como colocado por Modenesi (2005), apesar da existência de quatro fases na política cambial da economia brasileira, existiram duas características básicas dessa política: a manutenção do real sobrevalorizado, visando baratear importações a fim de gerar competição no mercado interno; e a redução progressiva da sobrevalorização da moeda, isto é, flexibilização do regime de metas cambiais. Fato notório é que a flexibilização das metas para o câmbio se deu a partir da consolidação do quadro de estabilidade de preços e de acordo com as condições nos mercados internacionais, que pioraram a partir de 1995, deixando o Banco Central incapaz de arcar com a rigidez do câmbio.

A liberdade comercial e uma taxa de câmbio que gerasse competitividade para as importações eram condições necessárias para que o regime monetário de metas cambiais fosse eficaz no combate à inflação. Esperava-se que essa combinação deslocasse parte da demanda dos produtos domésticos para os produtos vindos do exterior, e assim fizesse pressão para queda dos preços dos produtos, contribuindo para a estabilidade do nível geral de preços.

CAPÍTULO 3 – A AVALIAÇÃO DO PLANO REAL

3.1 INTRODUÇÃO

O sucesso inicial do Plano de estabilização ficou claro logo a partir do ano de 1995. O fato do Plano ter dado certo evidenciou que o governo era capaz de equilibrar as contas públicas, sem contar que o imposto gerado pela inflação e que a Reforma Monetária traria a inflação para patamares baixos e aceitáveis. Observou-se um ganho no poder de compra de salários equivalente ao imposto da inflação, pois a conversão em URV, feita pela média Real, foi feita no dia do pagamento. Junta-se a este fato a eliminação da incerteza ligada à variação dos salários reais dentro do período de reajuste, o que gerou um ganho de renda Real, que se mostrou no mercado através do maior acesso ao crédito pelo consumidor.

A manutenção da indexação anual dos salários baseado no Índice de Preços ao Consumidor do Real (IPCr) implicava em aumentos dos custos reais de produção, pois essa indexação dos salários não estava no núcleo da inflação, que era próximo de zero.

A moeda excessivamente valorizada, derivada da política cambial e dos juros altos causou impactos nas contas externas que foi ainda mais forte a partir da aceleração das importações, aceleração esta que foi usada como maneira de se evitar um repasse para os preços das pressões dos custos e de demanda.

A avaliação dos formuladores do plano de estabilização destaca o sucesso do Real no que tange ao controle inflacionário, assim como evidência benefícios para os trabalhadores ao abordar o ganho no poder compra dos salários, mas mostram também que os benefícios conseguidos nos salários implicavam e aumentos de custos de produção. Além disso, aborda os impactos nas contas externas devido a uma moeda excessivamente valorizada.

Como pontos positivos pode-se observar o controle da inflação em um país que sofria por mais de uma década com um processo inflacionário; o aumento do poder aquisitivo; retomada da credibilidade da Política Monetária, que favoreceu o alongamento dos prazos dos contratos, criando um ambiente estável e favorecendo o investimento. Além disso, tem-se a redução do nível de pobreza e o aumento do consumo, principalmente de bens duráveis.

Em relação aos aspectos negativos, evidencia-se logo no início um aumento muito forte da absorção interna, que ameaçava a continuidade do Plano Real e que obrigou o governo a adotar uma Política Monetária e Creditícia bastante restritiva. Outro ponto negativo é que a atividade econômica ficou sujeita a reversões na Política Monetária. Por fim, o maior

problema associada à adoção da âncora cambial foi o impacto negativo nas contas externas brasileiras, muito em função do desempenho ruim da Balança Comercial.

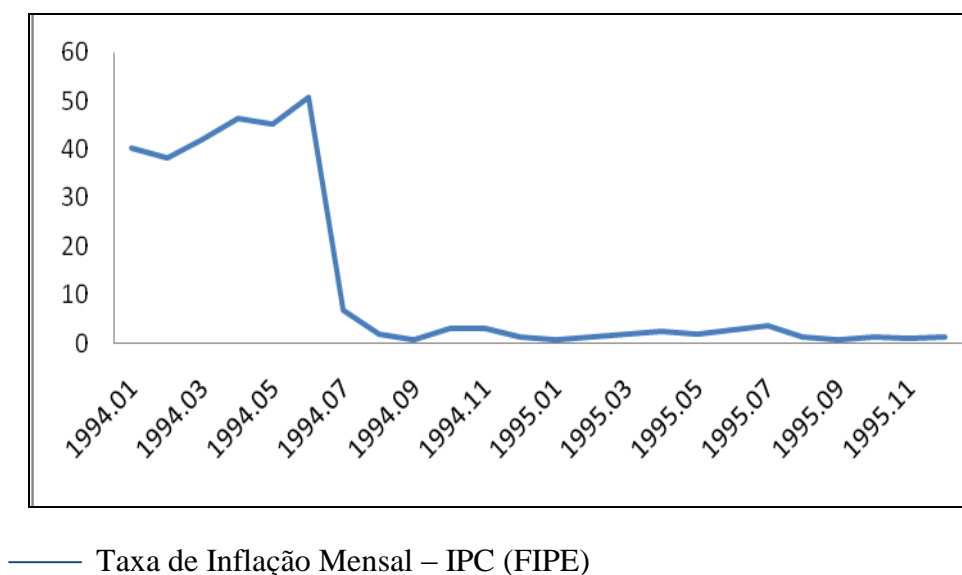
A avaliação crítica do Plano Real enaltece alguns aspectos positivos de sua implementação, mas enfatizam alguns resultados indesejáveis como: deterioração do saldo do balanço de pagamentos, adoção de uma política monetária altamente restritiva, aumento do desemprego e taxas medíocres de crescimento do PIB.

Este capítulo está dividido em duas seções: a primeira abordará uma avaliação dos formuladores do Plano Real. Já a segunda fará uma observação crítica do Plano, destacando os aspectos positivos e negativos.

3.2 A AVALIAÇÃO DOS FORMULADORES DO PLANO REAL

A partir dos primeiros dias do ano de 1995 quando tomou posse como Presidente da república o senador Fernando Henrique Cardoso, já ficava evidente o sucesso inicial do plano de estabilização. Como demonstra o gráfico 3, a inflação brasileira saiu de um patamar entre 40% e 50% ao mês, nos seis primeiros meses de 1994, para cerca de 1% a 2% ao mês, no fim do mesmo ano.

Gráfico 3 – Taxa de Inflação Mensal



Fonte: Ipeadata-online

A eficácia do Plano Real no combate a inflação confirmou de forma prática que as proposições teóricas que eram os pilares de sustentação do Real estavam corretas. O governo era capaz de equilibrar suas contas sem contar com a geração do imposto inflacionário e, principalmente, sem a corrosão dos gastos do orçamento que reduziam o gasto real; que se a conversão dos salários e outros contratos de cruzeiros reais para uma unidade de conta indexada (URV) fosse feita pela média não levaria necessariamente a aceleração da inflação, e por fim, que a Reforma Monetária traria imediatamente a inflação para níveis baixíssimos, sem congelamento de preços e salários, preanunciadamente e sem confisco de ativos financeiros (Bacha, 1997).

Bacha (1997) argumentou que o claro sucesso inicial do Plano Real não poderia servir como “Tampão” para os desequilíbrios que estavam surgindo, os quais poderiam causar problemas iguais aos que condenaram à derrota as tentativas de estabilização anteriores, se o governo não tomasse nenhuma iniciativa.

Verificou-se um ganho no poder de compra dos salários equivalente ao imposto inflacionário, pois a conversão dos salários em URV feita pela média real dos últimos quatro meses, média esta feita no dia do pagamento, não no dia médio de dispêndio, isto é, a perda entre o dia do recebimento e o dia da média de dispêndio causada pela inflação foi transformada em ganho no poder de compra do salário no Pós-Real (Bacha, 1997).

A eliminação da incerteza ligada à variação dos salários reais dentro do período quadrimestral de reajuste gerou um ganho de renda real, que se explicitou no mercado através do maior acesso ao crédito ao consumidor por parte dos trabalhadores. Outro fator importante foi a manutenção da indexação anual dos salários baseado no Índice de Preços ao Consumidor do Real (IPCr) pelo período de um ano destacando uma variação de 23% nos seis primeiros meses do plano, derivada da inflação em cruzeiros reais, problemas na oferta de alimentos e fortes reajustes nos preços dos aluguéis. A indexação dos salários não estava baseada no núcleo da inflação (que estava próximo a zero) e assim quando repassada aos salários gerava aumentos dos custos reais de produção implicando dificuldade para a manutenção do congelamento imposto à tarifas e preços dos serviços públicos, assim como para a vigilância sobre os preços dos setores oligopolizados do comércio e da indústria (Bacha, 1997).

A política monetária de juros altos combinada com a política cambial de banda simétrica gerou uma moeda excessivamente valorizada em relação ao dólar: o real saiu de

uma paridade unitária no início do plano para R\$0,84 por US\$ 1,00 no fim de 1994. A valorização cambial causou impacto nas contas externas, que foi sendo mais fortalecido pela aceleração da liberação das importações, feita para evitar o repasse para os preços das pressões de custos e demandas (Bacha, 1997).

O aumento do poder de compra dos salários somado a desconfiança de uma estabilização temporária que desencadeou uma antecipação de compras tanto dos bens duráveis como de equipamentos eram os responsáveis pelas pressões de demanda. O setor público também exercia pressões de demanda na economia do país: no mês de setembro de 1994 foram concedidos aumentos salariais para as Forças Armadas e para os escalões salariais mais baixos do executivo federal; no início de 1995 os funcionários públicos foram beneficiados pela indexação salarial com reajuste integral do IPCr; reajuste das gratificações para os cargos comissionados do Exército e, por fim, em maior de 1995 o reajuste do salário mínimo para R\$ 100, 10% a mais do que a variação do IPCr e que foi estendida aos beneficiários da Previdência Social (Bacha, 1997).

Bacha (1997) concluiu que o aumento da demanda interna somada ao seu desvio para os produtos importados geram duas conseqüências para a economia brasileira: um grau crescente de utilização da capacidade instalada na indústria e a deterioração da balança comercial.

Conforme Bacha (1997), apesar do impressionante sucesso obtido nos seis primeiros meses do plano, a economia do país não estava no caminho correto quando foi atingida pela crise do México, tanto pela pressão dos salários sobre os preços como pelo crescente desequilíbrio entre demanda e produção. Existem diversas causas para os problemas: a indexação salarial, déficit público, câmbio valorizado e expansão do crédito do setor privado.

Ainda segundo Bacha (1997), o conjunto de medidas relacionadas abaixo foram adotada pelo governo com o objetivo de corrigir o desequilíbrio entre demanda e produção.

A primeira ação governamental foi sobre a expansão do crédito e o câmbio valorizado. As medidas de contração do crédito fizeram reduzir a expansão creditícia para 6,5% no segundo semestre de 1995, contra uma expansão de 37% entre junho e dezembro de 1994. A partir de março de 1995, a alta valorização do câmbio começou a ser corrigida com a adoção do regime de metas cambiais deslizantes.

Em relação aos salários, a partir de junho de 1995, o governo pôde adotar medidas mais efetivas de desindexação para frear o aumento dos salários nominais no setor privado.

As medidas puderam ser adotadas somente a partir desta data pois o governo honrou os compromissos assumidos na criação da URV, que incluíam: reajuste pleno do funcionalismo no primeiro mês de 1994, reajuste do salário mínimo para 100 reais em maio de 1994 e manutenção da indexação salarial até o sexto mês de 1995. No que tange aos salários do setor público, ao salário mínimo e as aposentadorias as medidas do governo só puderam ser adotadas a partir de 1996.

Bacha (1997) concluiu que as medidas corrigiram o desequilíbrio entre demanda e produção como evidenciado pela performance da balança comercial e da inflação a partir da metade de 1995. Houve também uma redução no déficit público, no conceito operacional, de 4,99% no ano de 1995, para 3,65% do PIB até abril de 1996 em virtude da queda da taxa de juros, do não aumento do salário do funcionalismo e da correção de tarifas e preços públicos.

3.3 UMA AVALIAÇÃO CRÍTICA DO PLANO REAL

A seguir será feita uma avaliação crítica da implementação do Plano Real, destacando seus aspectos positivos e negativos.

3.3.1 Aspectos Positivos

No que tange ao controle da inflação, pode-se afirmar que o Plano Real foi nada menos que um sucesso absoluto: a partir do segundo semestre de 1994, tem-se uma trajetória de queda até 1998, ano que a inflação chegou próximo de zero.

A tabela 5 mostra alguns índices de preços importantes e serve para demonstrar o sucesso do plano no combate ao problema inflacionário que atingem a economia brasileira a partir de 1980 até 1994. Os índices são: Índice Geral de Preços no Conceito de Disponibilidade Interna (IGP-DI); Índice Geral de Preços de Mercado (IGP-M); Índice de Preços ao Consumidor (IPC) e Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC) (Modenesi, 2005).

Tabela 5 - Variação Percentual dos Índices de preço: 1993 a 1998

Acumulado	IGP-DI	IGP-M	IPC- FIPE	INPC	Média
1993	2.708,30	2.567,30	2.490,90	2.489,10	2.563,90
1994/1º sem	763,12	732,26	780,18	759,15	758,69
1994/2º sem	16,97	16,52	18,3	19,81	17,79
1995	14,78	15,24	23,17	21,98	18,79
1996	9,34	9,2	10,03	9,12	9,42
1997	7,48	7,74	4,82	4,34	6,09
1998	1,7	1,79	-1,79	2,49	1,04

Fonte: Ministério da Fazenda e Banco Central do Brasil

Conforme Modenesi (2005) destaca, o ano de 1998, o qual a inflação chegou quase a zero, a média da variação do INPC e IPC ficou na casa de 0,33% contrastando com os 4,59% do ano de 1997. Já a média da variação do IGP-M e IGP-DI em 1998 foi de 1,75%, bem menor que os 7,61% do ano anterior.

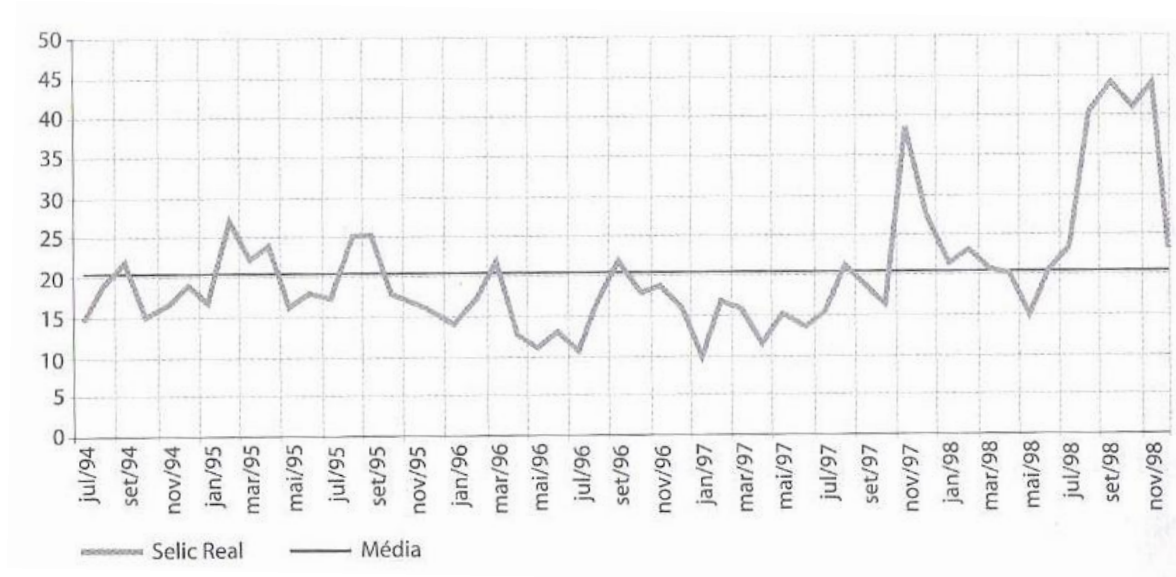
Vale notar que o processo de abertura comercial aliada à política do real sobrevalorizada deslocou parte da demanda doméstica para os produtos importados em virtude do encarecimento relativo dos bens domésticos, contribuindo diretamente para a estabilização dos níveis de preço. Nas palavras de Carneiro:

Percebe-se que a abertura comercial constituiu outro importante instrumento de estabilização dos preços internos. De um lado aumentos a participação dos bens comercializáveis no conjunto de preços domésticos, de outro, criou um limite ao reajuste interno de preços em razão da concorrência potencial das importações. (Carneiro, 2002, p. 369)

A queda da inflação no Brasil não foi fruto apenas da âncora cambial adotada pelo país, pois como pôde ser observado, adotou-se uma política monetária altamente restritiva no período de implantação do plano. A consequência desse fato foi a manutenção da demanda agregada em um nível compatível com as baixas taxas de inflação; em função da forte repressão exercida sobre os gastos em consumo e investimento (Modenesi, 2005).

O gráfico 4 mostra a taxa Selic real anualizada, entre os anos de 1994 e 1998, e deixa explícito o caráter restritivo da política monetária: a média da taxa SELIC real ficou na casa de 20% ao ano, tendo alcançado o máximo de 44% ao ano no mês de setembro de 1998.

Gráfico 4 - Taxa Selic Real Anualizada*: Jul/1994 a Dez/1998



Fonte: Ipeadata-online

*Deflacionada pelo IPCA

A questão dos juros altos na economia do país está relacionada à manutenção do regime de metas cambiais. Como exposto por Modenesi (2005), o câmbio sobrevalorizado atuou de forma negativa no Balanço de Pagamentos do Brasil, exercendo impactos depressivos na Balança Comercial e na Balança de Serviços, logo contribuindo para a ampliação do déficit em conta corrente.

Para equilibrar o saldo total do balanço de pagamentos passou-se a ter necessidade de grande entrada de capitais estrangeiros na economia brasileira, que ingressavam no país em busca dos ganhos derivados da grande diferença entre a taxa de juros interna e a taxa de juros internacional, e eram assegurados pela manutenção da Selic em níveis elevados.

Os juros altos foram consequência direta da manutenção do real sobrevalorizado. Nos dizeres de Modenesi:

... a âncora cambial e aperto monetário são lados distintos de uma mesma moeda, a manutenção do regime monetário de metas cambiais determinava a adoção de uma política monetária contracionista. (Modenesi, 2005, p. 328)

Em relação aos salários, Carneiro (2002), discorda parcialmente de Bacha (1997), (ver item 1), pois coloca que durante a vigência da URV não se sabe determinar ao certo o que aconteceu com os salários, pois a conversão pela média dos quatro meses anteriores pode ter gerado perdas que foram procedentes da aceleração da inflação no período. O governo reconheceu a dificuldade de se implementar uma conversão neutra do ponto de vista distributivo e permitiu uma negociação para reposição de possíveis perdas na primeira data-base pós-implementação do real.

Carneiro (2002) atribui a mudança da taxa de salários principalmente à estabilidade de preços e ao aquecimento da economia. O poder aquisitivo, rendimento real deflacionando pelo INPC, medido frente a uma cesta de bens aumentou cerca de 27% entre 1993 e 1998. Além disso, a tabela 6 evidencia que o crescimento é anterior ao Plano Real, o que mostra uma relação grande com o ciclo de crescimento, principalmente quando observa-se os dados de São Paulo, região de maior população industrial do país.

Tabela 6 - Variação do rendimento médio real (%), 1991 – 1999

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Brasil	-18,0	-9,6	8,8	4,3	6,0	8,1	1,5	0,5	-5,5
S. Paulo – Ocupados	-7,2	-8,7	11,5	7,8	12,9	2,7	1,6	-4,6	-6,2
S. Paulo – Assalariados	-6,8	-3,4	10,9	4,3	4,3	4,3	3,6	-2,8	-4,6

Fonte: Carneiro (2002)

Como abordado por Modenesi (2005), o Plano Real trouxe outro ponto positivo que está ligado aos prazos dos contratos e ao horizonte de planejamento dos agentes econômicos. Ocorre que a economia brasileira antes do Plano era marcada por um regime de alta inflação e com isso os contratos firmados e as decisões de gastos de consumo e investimento eram limitadas ao curto prazo, o que criava um ambiente desfavorável ao último.

Segundo Mendonça de Barros (1998) *apud* Modenesi (2005), a criação da âncora cambial foi fundamental para a redução da inflação e aumentou a credibilidade da política monetária brasileira, favorecendo o alongamento dos prazos dos contratos, criando um ambiente de estabilidade e favorecendo a retomada do investimento na economia do país.

Outro fator relevante a ser considerado é a evidência da redução dos níveis de pobreza com a implementação do plano de estabilização, resultante do aumento do rendimento real das esferas de baixa renda. O fato é que a inflação impõe um imposto inflacionário aos detentores da moeda, imposto que tende a ser maior para os mais pobres, que não possuem acesso aos ativos financeiros indexados.

O sistema bancário brasileiro criou ativos financeiros indexados de curtíssimo prazo, que funcionavam como substitutos da moeda. Esse mecanismo permitiu que os agentes econômicos se protegessem do imposto inflacionário, mantendo a maior parte dos seus encaixes monetários sob a forma desses ativos que ficaram conhecidos como “quase moedas”.

Como mostra Modenesi (2005), as pessoas de classes sociais menos favorecidas, que não possuem acesso ao sistema bancário, estão mais expostos ao problema da inflação e é

nesse ponto que diz-se que o imposto inflacionário afeta mais forte as pessoas de baixa renda, as quais não possuem acesso as “quase moedas”.

Tabela 7 - Incidência de Pobreza: 1990 a 1997

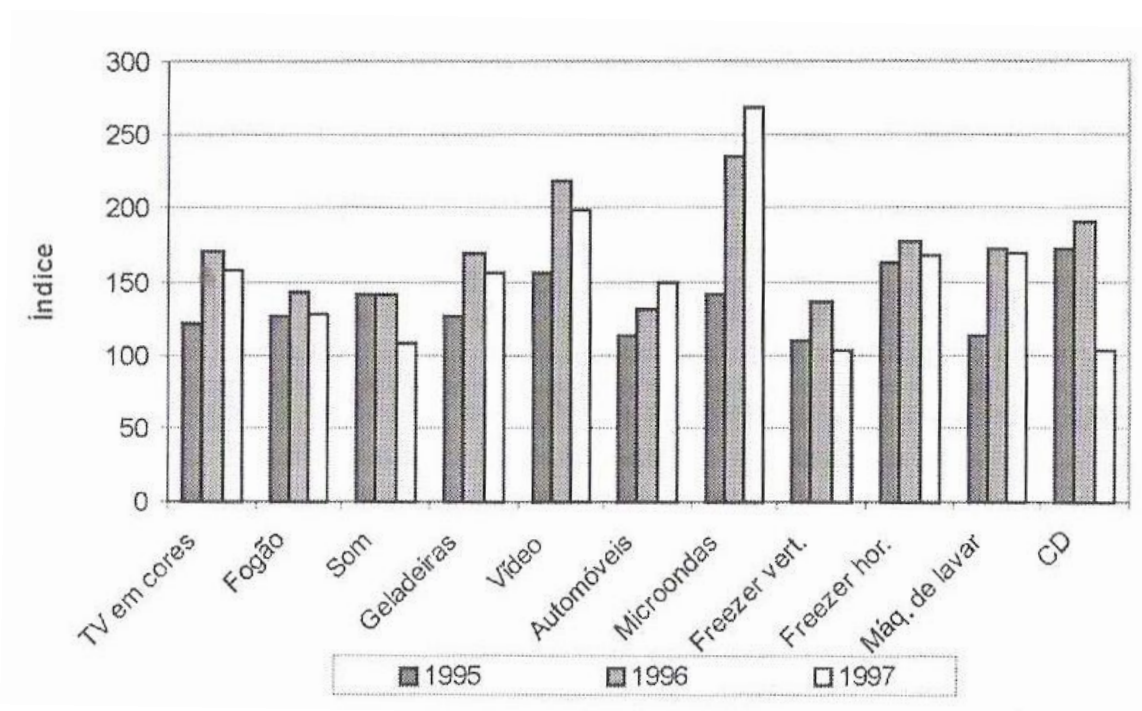
	1990	1992	1993	1995	1996	1997
Incidência (%)	30,2	30,6	30,4	20,6	21,4	20,9

Fonte: Albuquerque & Rocha (2000)

A tabela 7 destaca os benefícios da estabilização de preços para as camadas de baixa renda onde pode-se observar uma redução do índice de pobreza, calculado por Albuquerque e Rocha (2000). Pode-se observar que esse indicador passou de 30,2, em 1990, para 20,6, em 1995, evidenciando que a estabilização dos níveis de preço beneficiou as classes mais pobres justamente as que mais sofriam com a incidência do imposto inflacionário.

Outro aspecto positivo para a sociedade brasileira foi que o Plano trouxe um aumento no consumo de diversos tipos de bens, principalmente nos bens duráveis e mais particularmente nos de maior valor monetário. Esse impacto no consumo foi decorrente de dois fatores distintos, mas interdependentes que foram: o aumento do salário médio dos trabalhadores e a expansão do crédito (Carneiro, 2002). O gráfico 5 ilustra esse aumento no consumo:

Gráfico 5 - Índice do Consumo de Bens Duráveis (1994 = 100)



Fonte: Carneiro (2002)

A queda acentuada da inflação, o aquecimento do nível de atividades e a combinação de conversão salarial relativamente neutra com possibilidade de reposição de perdas na data-base permitiram o crescimento do rendimento médio e do nível de ocupação da economia, gerando aumento do rendimento como um todo (Carneiro, 2002).

O fato é que esse aumento no consumo não pode ser explicado somente pelo aumento do rendimento médio e do nível de ocupação, deve se ressaltar que esta alta deve ser explicada pelo aumento da propensão ao endividamento por parte dos agentes, que foi resultado da estabilidade e do aumento da renda e da ocupação. Tal estabilidade foi importante na medida em que trouxe previsibilidade aos gastos financeiros futuros (Carneiro, 2002).

Conforme o autor aponta o aumento do crédito, particularmente o crédito dirigido à aquisição dos bens duráveis, foi fruto da mudança de estratégia dos bancos, que apostaram no crédito como nova fonte de lucros, devido a perda dos lucros vindos da gestão da moeda indexada.

Ao se avaliar o plano de estabilização destacam-se alguns aspectos positivos, mas existem também pontos negativos como consequência da implementação do real, tratados no próximo item.

3.3.2 Aspectos Negativos

Imediatamente após o lançamento do plano deu-se uma elevação da absorção interna, fruto da existência de consumo antes reprimido pela alta inflação, da redistribuição da renda para agentes com maior propensão a consumir e pelo aumento considerável do crédito ao consumidor. Este aumento da absorção interna ameaçou a continuidade do Plano Real, pois temia-se a volta do processo inflacionário (Modenesi, 2005).

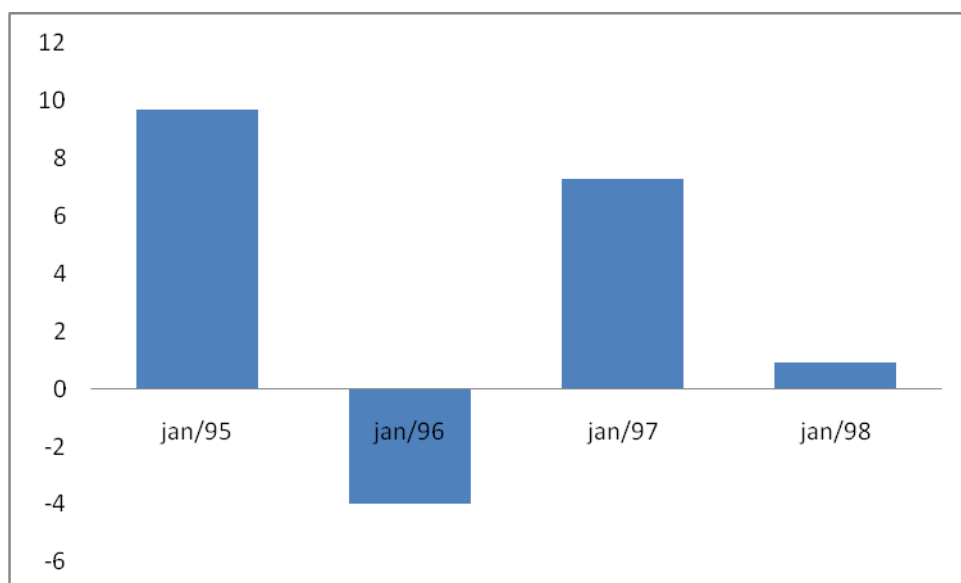
A partir dessa explosão do consumo, que marcava a economia do Brasil em meados de 1994, o governo adotou uma política monetária de crédito altamente restritiva, as taxas de juros do país eram elevadíssimas e para restringir ainda mais o crédito foi implementada a elevação do compulsório sobre os depósitos a vista e a prazo a níveis altíssimos. A partir disso, os bancos criaram mecanismos informais para fugir do compulsório, mas as restrições impostas pelo governo encareceram substancialmente o crédito, muito embora não tenham impedido seu aumento (Carneiro, 2002).

Ainda de acordo com o autor, o encarecimento do crédito se colocou como uma restrição à expansão do consumo, refletindo-se no aumento do índice de inadimplência e como consequência na diminuição da oferta de crédito por parte dos bancos.

Carneiro (2002) concluiu que as políticas monetárias e creditícias restritivas implementadas pelo governo se colocaram como barreiras ao aumento do consumo, sobretudo dos itens de maior valor unitário. Sendo assim, perdeu-se um instrumento de ampliação da demanda efetiva e a atividade econômica ficou sujeita a reversões cíclicas na política monetária, marcando o processo de “Stop and go”.

A produção industrial mostrou a ocorrência de ciclos econômicos de curtíssima duração. Em meados de 1995 a taxa de crescimento do setor industrial atingiu 9,7%, mas a partir disso e até meados de 1996 caiu acentuadamente, registrando retração de aproximadamente 4%. Até junho de 1997, a indústria registrou nova expansão, alcançando 7,3%, mas voltou a declinar para 0,9%, em meados de 1998 (Modenesi, 2005). O gráfico 6 mostra a evolução da produção industrial.

Gráfico 6 – Taxa de Variação Percentual da Produção Industrial*: 1995 a 1998



Fonte: IBGE

*Doze meses encerrado no mês indicado em relação aos doze meses anteriores.

O maior problema associado à implementação da âncora cambial foi o impacto negativo nas contas externas brasileiras. O Real sobrevalorizado em relação ao dólar norte-americano fez com que os produtos nacionais perdessem competitividade em relação à produção internacional (Modenesi, 2005).

A balança comercial foi o principal problema para as contas externas do país: no ano de 1994 teve um superávit de mais de US\$10 bi, que em 1995 passou a um déficit de US\$ 3 bi. (Ver tabela 8) (Modenesi, 2005).

Tabela 8 – Balanço de Pagamentos (US\$ milhões): 1993 a 1998

Contas	Ano					
	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Balança Comercial (FOB)	13.307	10.466	-3.352	-5.554	-8.364	-6.409
Serviços (líquido)	-15.585	-14.743	-18.594	-20.483	-27.288	-30.351
Juros	-8.280	-6.338	-8.158	-9.173	-10.390	-11.948
Outros Serviços ¹	-7.305	-8.405	-10.436	-11.310	-16.899	-18.403
Transferências Unilaterais	1.686	2.588	3.974	2.900	2.216	1.778
Saldo em Conta Corrente	-592	-1.689	-17.972	-23.137	-33.437	-34.982
Movimento de Capital	10.115	14.294	29.359	34.263	26.087	27.005
Investimento Líquido	6.170	8.131	4.663	15.540	20.664	20.884
Amortizações	-9.978	-50.411	-11.023	-14.419	-28.714	-33.587
Empréstimos ²	10.790	52.893	14.736	22.841	28.870	59.819
Capitais a Curto Prazo	869	909	18.834	5.752	-17.516	-29.093
Outros Capitais	-216	750	-1.069	-290	4.224	8.983

(1) Inclui lucros reinvestidos

(2) Empréstimos a longo e médio prazos

Fonte: Banco Central do Brasil

Como mostra Carneiro (2002), a valorização do câmbio e os ciclos de atividades interna e externa, no que tange à abertura comercial, produziram um forte impacto no saldo comercial brasileiro em função do diferencial de crescimento entre importações e exportações.

Tabela 9 - Ciclo econômico, saldo comercial, importações e exportações (US\$ bi) e (%), 1991 - 2000

	Saldo	Variação (%)	Importações	Variação (%)	Exportações	Variação (%)	Var. do PIB (%)	Var. do Com. Intern (%)
1991	10,6	-1,9	21,0	1,9	31,6	0,6	0,3	4,2
1992	15,3	44,3	20,5	-2,4	35,8	13,3	-0,8	5,5
1993	13,3	-13,1	25,2	22,9	38,5	7,5	4,2	4,1
1994	10,5	-21,1	33,0	31,0	43,5	13,0	6,0	9,9
1995	-3,4	-132,4	49,9	51,2	46,5	6,9	4,2	4,1
1996	-5,6	64,7	53,3	6,8	47,7	2,6	2,7	6,0
1997	-6,7	19,6	59,7	12,0	53,0	11,1	3,6	9,5
1998	-6,6	-1,5	57,7	-3,4	51,1	-3,6	-0,1	4,0
1999	-1,4	79,0	49,4	-14,4	48,0	-6,1	0,8	7,0
2000	-0,8	43,0	55,8	13,0	55,0	14,5	4,4	9,0

Fonte: Carneiro (2002)

O desempenho da exportação está intimamente relacionado à performance do comércio internacional. Como mostra a tabela 9, o período de maior expansão entre 1994 e 1997 corresponde ao de melhor preço, ocorrendo forte queda dos preços entre 1998 e 1999 frente a desaceleração do crescimento. Em relação ao *quantum* exportado a variação também está relacionada ao comportamento do comércio internacional, mas também se relaciona igualmente ao aumento da absorção doméstica, muito forte em 1994 – 1996 e a apreciação cambial (Carneiro, 2002).

Como ilustra a tabela 10 o *quantum* exportado aumenta consideravelmente em função da desvalorização cambial.

Tabela 10 - Exportações e importações (P&Q), 1994 – 2000

	Exportação		Importação	
	Preço	Quantum	Preço	Quantum
1994	88,0	103,7	108,2	57,4
1995	100,0	97,4	110,7	84,7
1996	100,0	100,0	100,0	100,0
1997	100,7	110,2	106,2	105,5
1998	93,9	114,0	100,9	107,4
1999	81,9	122,8	101,4	91,0
2000	84,6	136,4	101,7	106,0

Fonte: Carneiro (2002)

Carneiro (2002) expõe que mecanismos de preços das importações mostra um padrão caracterizado pelo deslocamento dos ciclos internos e externos em virtude da pauta de importação brasileira ser caracterizada pela concentração de bens de maior conteúdo tecnológico advindos de países desenvolvidos. Isto é, a importância de fatores cíclicos na determinação desses preços é pequena, já o *quantum* importado, ao contrário do preço, mostra forte relação com o ciclo interno.

Como visto na tabela 10, a quantidade importada quase duplica no período de 1994-1996 mas cai consideravelmente na crise de 1999. Deve-se levar em consideração a valorização da taxa de câmbio no primeiro período e a desvalorização da mesma no segundo.

Carneiro (2002) concluiu que o processo de transformação estrutural desencadeado a partir da abertura econômica brasileira levou a uma mudança do peso das variáveis taxa de câmbio, crescimento doméstico e crescimento internacional (fatores cíclicos na determinação dos fluxos de comércio exterior). Tem-se grande importância para os fatores cíclicos externos nas exportações, particularmente nos preços e em menor grau nas quantidades. Em

contrapartida, nas importações verifica-se o ciclo interno como responsável por sua variação via quantidade e uma pequena influência dos ciclos externos nos preços.

Com a balança comercial sendo o principal problema das contas externas do país a partir de 1994 observa-se uma forte tendência de deterioração do saldo de transações correntes (Modenesi, 2005).

A tabela 8 mostra que no ano de 1995 o país já apresentava um déficit da ordem de US\$18 bilhões. O processo de deterioração da conta corrente se intensifica até 1998 quando o déficit atinge o recorde de US\$ 35 bilhões.

Modenesi (2005) considera que o resultado da balança comercial era o fator de maior relevância para a deterioração da conta corrente, mas a balança de serviços também gerou déficits elevados principalmente pelo péssimo da rubrica “outros serviços”.

A tabela 8 ilustra o problema ao mostrar o déficit da balança de serviços de cerca US\$ 18 bilhões, em 1995, e chegando ao patamar de US\$ 30 bilhões, já em 1998. Além do desempenho ruim da rubrica “outros serviços” que saiu de um déficit de US\$ 10, 4 bi em 1995 para US\$ 18,4 bilhões em 1998.

O baixo desempenho da economia brasileira na década de 1990 esteve diretamente ligado ao sucesso do controle da inflação, pois o fato da economia brasileira se manter pouco aquecida em boa parte desse período foi essencial para o controle inflacionário (Modenesi, 2005). A tabela 11 mostra a trajetória ascendente da taxa de desemprego aberto que passou de 5,4% no ano de 1994 para 8,3% em 1998.

Tabela 11 - Taxa Média (%) de Desemprego Aberto: 1993 a 1998

Ano	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Taxa (%)	5,7	5,4	4,9	5,8	6,1	8,3

Fonte: Ipeadata *on-line*

O baixo desempenho da economia brasileira também pode ser evidenciado pela evolução da taxa de crescimento do PIB. A partir do ano de 1994, observa-se uma queda na taxa de variação do produto real, saindo de 5,9% para 0,13%, em 1998 (Ver tabela 12).

Tabela 12 - Taxa de Variação (%) do PIB Real: 1993 a 1998

Ano	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Variação do PIB Real (%)	4,92	5,85	4,22	2,65	3,27	0,13

Fonte: Ipeadata *on-line*

Por fim, os efeitos da estabilização dos níveis de preço, com o pano de fundo da liberalização financeira e comercial gerou consequências expressivas sobre a dívida do setor público brasileiro (Carneiro, 2002).

A tabela 13 mostra a evolução da dívida pública a partir do ano de 1994. A relação dívida líquida/PIB salta de cerca de 30,4% no ano de 1994 para 41,7% em 1998, registrando um aumento de cerca 40% do período.

Tabela 13 - Relação Dívida Líquida do Setor Público (% PIB): 1994 a 1998

Período	Total*	Interna	Externa
dez/94	30,4	21,6	8,8
dez/95	30,8	25,2	5,6
dez/96	33,2	29,3	3,9
dez/97	34,3	30,0	4,3
dez/98	41,7	35,5	6,2

* Inclui ajuste patrimonial (com privatizações)

Fonte: Ipeadata *on-line*

Carneiro (2002) mostra que existem dois momentos diferentes no crescimento da dívida pública do país. No período de 1994 a 1997, verifica-se o aumento da dívida interna e queda da dívida externa, isto é, o movimento de acumulação das reservas internacionais

implica aumento da dívida interna e queda da dívida pública externa líquida. No período pós 1998, a dívida externa cresce como consequência da perda contínua de reservas internacionais, e em virtude do endividamento junto a instituições multilaterais.

A dívida pública foi consequência da combinação entre taxas de juros altas e esterilização dos recursos financeiros do exterior. A esterilização gerou emissão da dívida interna para diminuir a liquidez vinda do superávit da conta capital, que foi tão superior a necessidade de financiamento do Balanço de Pagamentos, que gerou aumento das reservas internacionais. O acúmulo de reservas foi uma estratégia adotada pelo governo para viabilizar a estabilização via âncora cambial (Carneiro, 2002).

CONCLUSÃO

O cenário econômico brasileiro no início da década de 1980 era de recessão coexistindo com um surto inflacionário, configurando um conhecido quadro de estagflação.

Para se entender a inflação brasileira e a aceleração inflacionária vivida no Brasil a partir dos anos 80 é necessário levar em consideração a sua condição crônica, ou seja, inflação gera mais inflação. Quando existe um regime de alta inflação, os agentes buscam proteger suas rendas reais indexando do melhor jeito possível o preço do produto que vendem a uma média dos preços que compram.

Lopes (1986) argumenta que o problema de uma economia altamente indexada é que os preços sobem em resposta ao aumento de custos, e os custos sobem em resposta ao aumento de preços, isto é, a inflação tende a se sustentar, fazendo com que qualquer taxa de inflação tenda a se transformar em um equilíbrio inflacionário.

Lopes (1986) entendeu que se a inflação fosse resultado do déficit público, ela deveria cair a partir de 1983, quando o déficit caiu significativamente. Soma-se a isso o fato da inflação brasileira não ter respondido a contração monetária implementada pelo governo, o qual, a partir de 1980, conseguiu seu objetivo de manter o crescimento dos meios de pagamento abaixo da inflação.

As medidas adotadas pela ortodoxia não solucionaram o problema da inflação no país e não havia teoria econômica que explicasse o motivo da taxa de inflação não ter cedido após o governo brasileiro ter adotado o receituário de contenção de demanda agregada.

Lopes (1986) concluiu que estava diante de um quadro de inflação na qual a principal causa da inflação presente era a inflação passada. O centro da teoria da inflação inercial é que em um ambiente cronicamente inflacionado, os agentes tentarão recompor o pico anterior de renda real no momento do reajuste periódico de preços.

Nesse contexto de inflação inercial foram apresentadas duas propostas para acabar com o problema inflacionário brasileiro: a primeira, de autoria de Francisco Lopes, foi denominada O Choque Heterodoxo, que baseava-se no congelamento total e generalizado de preços e rendimentos acompanhado por políticas monetárias e fiscais passivas. A segunda, dos autores Pérsio Arida e André Lara Resende, ficou conhecida como proposta Larida e consistia na emissão de uma moeda indexada que circularia paralelamente ao Cruzeiro; e no encolhimento da memória inflacionária. Por fim, a moeda velha seria retirada de circulação e restaria a moeda nova na qual os preços estariam estabilizados.

A partir da criação do Plano Real, o país conseguiu por fim a um longo processo inflacionário enfrentado desde o início da década de 1980. A implementação do Plano Real foi dividida em três fases: (i) ajuste fiscal, feito pela implementação do PAI e do FSE; (ii) reforma monetária, pautada em uma unidade de conta plenamente indexada (URV), que teve como inspiração a proposta Larida; (iii) adoção de uma âncora cambial.

As duas primeiras fases foram feitas para viabilizar a colocação em prática da terceira fase: a primeira visava equilibrar as contas do governo, a segunda tinha como meta eliminar o componente inercial da inflação. A partir disso, pôde-se implementar a terceira fase do plano, que foi uma estratégia de estabilização pautada em uma âncora cambial. A âncora cambial brasileira foi fundamentada na manutenção de uma moeda altamente valorizada e na intensificação do processo de abertura comercial e financeira, fatores que combinados, deslocaram uma parcela significativa da demanda doméstica para os produtos estrangeiros, pressionando o nível geral de preços para baixo e garantido a estabilização da economia.

Por fim, pode-se concluir que o Plano Real, adotado como estratégia de estabilização, foi um sucesso no controle da inflação crônica verificada no país, mas gerou resultados indesejáveis, tais como, um péssimo desempenho econômico, elevação da dívida pública e desequilíbrio das contas externas.

BIBLIOGRAFIA

ARIDA, P. (org.) **Inflação Zero: Brasil, Argentina e Israel**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1986

ALBUQUERQUE, R. C. ROCHA, S. (orgs). Estratégias de redução da pobreza. In: VELLOSO, J.P. & ALBUQUERQUE, R.C. (coords.). **Pobreza, cidadania e segurança**. Rio de Janeiro: José Olympio, 2000.

BACHA, E. O fisco e a inflação: uma interpretação do caso brasileiro. **Revista de Economia Política**, v. 14 (1), 1994.

_____. Plano Real: uma avaliação preliminar. **Revista do BNDES**, n. 3, junho, 1995.

_____. Plano Real: uma segunda avaliação. In: **O plano real e outras experiências de estabilização**. Brasília, Ipea e Escritório da Cepal no Brasil, 1997.

BRESSER-PEREIRA, L.C. A descoberta da Inflação Inercial. **Revista de Economia Contemporânea**. V. 14, n. 1, p. 167-192, jan-abril, 2010.

CARNEIRO, R. **Desenvolvimento em crise: A economia brasileira no último quarto do século XX**. São Paulo: Editora UNESP, IE – Unicamp. 2002.

CASTRO, L. B. Privatização, Abertura e Desindexação: A primeira metade dos anos 90 (1990 – 1994). In: GIAMBIAGI, F. *et al.* **Economia Contemporânea Brasileira: 1945 – 2004**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

FRANCO, G.H.B. **O Plano Real e outros ensaios**. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1995.

_____. The Real Plan. **Texto para Discussão, n. 354**. Rio de Janeiro, Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica, 1996.

HERMANN, J. Auge e Declínio do Modelo de Crescimento com Endividamento: O II PND e a Crise da Dívida Externa (1974 – 1984). In: GIAMBIAGI, F. *et al.* **Economia Contemporânea Brasileira: 1945 – 2004**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

LARA-RESENDE, A. A moeda indexada: uma proposta para eliminar a inflação inercial. **Texto para Discussão, n. 75**. Rio de Janeiro, Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica, 1984.

LOPES, F. **O choque heterodoxo: combate à inflação e Reforma Monetária**. Rio de Janeiro: Campus, 1986.

MENDONÇA DE BARROS, J. R. GOLDSTEIN, L. O Plano Real, dois anos depois. In: MENDONÇA DE BARROS, J.R. **Artigos publicados no período de jan/95 a mar/98**. Brasília, Ministério da Fazenda, Secretaria de Política Econômica, 1998.

MODIANO, E. A inflação e a moeda indexada. **Texto para Discussão, n. 99**. Rio de Janeiro, Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica, 1985.

_____. **Inflação: Inércia e Conflito**. Rio de Janeiro: Campus: IMPES/IPEA, 1988.

_____. A ópera dos três cruzados: 1975-1979. In: ABREU, M.P. (org.). **A ordem do progresso**. Rio de Janeiro: Campus, 1990.

SALOMÃO, M. As âncoras nominais e o combate à inflação. Curitiba: **Rev. FAE**, v. 6, n. 1. jan./abr. 2003. p. 13 – 14.